

IIM03

INFORMAÇÃO MENSAL
MARÇO 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
Bolsa americana: exuberância racional?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Regras fiscais europeias: abaixo de 60%?

ECONOMIA PORTUGUESA
Inflação em Portugal: que riscos nos aguardam?

ECONOMIA ESPANHOLA
Grandes e não tão grandes no e-commerce do setor retail

DOSSIER: DIGITALIZAÇÃO E FUNDOS EUROPEUS: UM BINÓMIO VENCEDOR

Digitalização e automatização: o que iremos produzir amanhã?

Espanha na corrida digital

As políticas digitais do Next Generation EU

NGEU: um impulso muito oportuno para a digitalização

INFORMAÇÃO MENSAL

Março 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/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:

28 de fevereiro de 2021

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Bolsa americana: exuberância racional?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Regras fiscais europeias: abaixo de 60%?*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Inflação em Portugal: que riscos nos aguardam?*

24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *COVID-19 e comércio externo: um impacto assimétrico*

27 *Grandes e não tão grandes no e-commerce do setor retail*

30 DOSSIER: DIGITALIZAÇÃO E FUNDOS EUROPEUS: UM BINÓMIO VENCEDOR

30 *Digitalização e automatização: o que iremos produzir amanhã?*

32 *Espanha na corrida digital*

35 *As políticas digitais do Next Generation EU*

37 *NGEU: um impulso muito oportuno para a digitalização*

A última milha

Há um ano começou uma corrida em que os participantes não sabiam qual era a distância que iam percorrer ou a altura dos obstáculos que iam encontrar. Após este tempo, ficou claro que nem todos enfrentaram a mesma prova. Muitos estão agora a dar a última volta de uma corrida de 10.000, enquanto outros ainda têm a exaustiva última milha de uma maratona pela frente. Neste momento, a prioridade é que o número máximo de participantes consiga atingir a meta com segurança.

Logicamente que os corredores desta prova são trabalhadores independentes e empresas. Os da maratona são os mais afetados pelas restrições à mobilidade, pelos horários de funcionamento ou pela lotação. A recuperação atrasou-se para todos, mas especialmente para eles. Se não tiverem um bom abastecimento, podem não ser capazes de terminar a sua corrida. Uma empresa não pode sobreviver por muitos meses se as receitas não cobrirem as despesas. O endividamento que poderão utilizar tem um limite, tal como o tem o pulmão dos acionistas. Os problemas de liquidez podem transformar-se em problemas de solvência.

A política fiscal é a mais adequada para responder a esta situação. A política monetária fornece um suporte essencial, mantendo as taxas de juro baixas e garantindo que não haverá falta de liquidez, facilitando o caminho às autoridades fiscais, sendo que a política fiscal também pode atenuar os riscos de incumprimento.

Tem sido assim desde o início da pandemia. Os programas de “Layoff” têm sido uma ferramenta fundamental para a política fiscal. Os avales e garantias do Estado em Portugal, que podem ser considerados uma ferramenta parafiscal, também têm sido. Estas medidas, juntamente com outras, tais como o diferimento de impostos e moratórias, foram muito úteis e amplamente suficientes para aqueles que correram a corrida de 10.000 metros. No entanto foram insuficientes para quem corre a maratona. Para eles, a ajuda direta é essencial para compensar as despesas fixas que devem suportar para sobreviver.

São frequentemente utilizados dois argumentos contrários a um maior apoio através de ajudas diretas: o seu custo fiscal potencial e a ineficiência que pode representar o facto de que as ajudas cheguem a empresas que, na realidade, não são viáveis a médio prazo. Embora os dois devam ser levados em consideração, não nos parece que por agora possuam um peso suficiente.

No respeitante ao custo fiscal, neste momento da crise ele deverá ser manobrável porque a recuperação está cada vez mais próxima. Nos próximos meses, as vacinas devem permitir levantar, ou pelo menos amenizar significativamente, as restrições que condicionam muitas atividades. Com isto, os resultados das empresas podem começar a normalizar e não serão necessárias mais ajudas. Estamos perante uma situação completamente diferente da de há um ano, quando as perspetivas para a duração da crise eram muito incertas. Por outro lado, agora também podemos restringir muito melhor as atividades mais afetadas pela crise e calibrar o impacto sofrido pelas restrições.

Em relação aos custos, em termos de eficiência, da ajuda a empresas inviáveis ou zombies, o mesmo deve ser balanceado com o custo da não ajuda às empresas que são viáveis. Distinguir entre um e outro num momento como o atual é extremamente complexo, ou seja, é inevitável cometer um dos dois erros. Não ajudar as viáveis implicaria destruir o tecido produtivo e o emprego que demoraria a ser reconstruído. Ajudar as inviáveis desperdiça recursos e atrasa a necessária redistribuição de recursos para as atividades produtivas. Mais uma vez, em momentos como o atual, tendo em conta que a situação vai melhorar em pouco tempo, parece ser preferível pecar por excesso do que por defeito. É assim que outros países à nossa volta o entenderam. Além disso, as ajudas podem também ser concebidas para beneficiar em maior medida as empresas verdadeiramente viáveis. Por exemplo, condicionando-as a perdas ocasionadas por restrições ou veiculando-as, em parte, através de incentivos à entrada de capital privado. Os bancos também podem desempenhar um papel na distinção entre empresas viáveis e aquelas que não o são.

Agora, o mais importante é terminar a corrida. Quando o fizermos, será a hora de começar outra corrida, em pé de igualdade, sem obstáculos e, nessa altura, sem ajudas.

Cronologia

FEVEREIRO 2021

- 13 O Senado dos EUA absolve Donald Trump do *impeachment* pela segunda vez.
- 24 O Gana é o primeiro país a receber um lote de vacinas ao abrigo do COVAX, o programa liderado pela OMS para garantir um acesso equitativo às vacinas contra a COVID-19 entre os países em desenvolvimento.

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.

JANEIRO 2021

- 15 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 protesto 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.

Agenda

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).
- 23 Portugal: preços da habitação (4T).
- 25 Espanha: balança de pagamentos e PIIL (4T).
- 25-26 Conselho Europeu.
- 26 Espanha: distribuição do PIB (4T).
Portugal: distribuição do PIB (4T).
- 30 Espanha: avanço do IPC (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 31 Espanha: taxa de poupança das famílias (4T).
Espanha: execução orçamental do Estado (fevereiro).

ABRIL 2021

- 5 Portugal: emprego e desemprego (janeiro).
- 6 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 9 Portugal: comércio internacional (fevereiro).
- 14 Portugal: atividade turística (fevereiro).
- 15 Espanha: contas financeiras (4T).
- 16 Portugal: execução orçamental do Estado (março).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 27-28 Comité Monetário da Fed.
- 29 Espanha: previsão do IPC (abril).
Espanha: inquérito de população ativa (1T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
EUA: PIB (1T).
Portugal: evolução do IPC (abril).
- 30 Espanha: previsão do PIB (1T).
Espanha: execução orçamental do Estado (março).
Portugal: evolução do PIB (1T).
Zona Euro: PIB (1T).

O grande teatro económico: a inflação regressa à atualidade e condiciona a *Reconstrução Económica*

Tal como um meteorologista quando se aproxima uma mudança do tempo, como um médico quando tem um paciente para curar, como um engenheiro que é convidado a projetar um novo mecanismo ou como um artista quando começa a pintar um quadro. É assim que os economistas se sentem. Após meses a seguir a esteira de epidemiologistas para tentar decifrar as implicações dos seus diagnósticos para o cenário económico, uma das nossas personagens favoritas reapareceu repentinamente como protagonista e gerou um debate acalorado. Refiro-me à inflação, que esteve ausente por muitos anos. Dependendo do seu comportamento e da forma como vamos reagir ao seu regresso, o resultado tão desejado da *Reconstrução Económica* será um ou outro. Passo a explicar.

A ausência da inflação durante este tempo é evidente quando olhamos para trás e observamos a trajetória que tem vindo a traçar nos últimos anos. Por exemplo, na Zona Euro tem avançado a um ritmo inferior a 1% anual desde 2014. Este tem sido o seu comportamento mais comum (para não dizer médio), sendo que em várias ocasiões a inflação congelou ou inclusivamente caiu enquanto a atividade económica continuava a desempenhar o seu papel. Por outro lado, nos 10 anos anteriores parecia que a inflação avançava com uma cadência mais elevada, com um ritmo superior a 2% anual, e sempre em linha com a atividade. Contudo, a falta de ligação que recentemente mostrou com a restante economia e que ainda nos confunde, não se limita apenas ao cenário europeu. A nível mundial parecia também que a história da inflação tinha chegado ao fim, culminando numa gradual mas sustentada perda de protagonismo no cenário económico internacional.

O reaparecimento da inflação foi abrupto. Na Zona Euro subiu para 0,9% em fevereiro após ter terminado em 2020 em -0,3%. Nos EUA também se aproximou de registos negativos no ano passado, rondando já atualmente os 1,5%. Existem vários fatores que explicam esta alteração de comportamento (aspetos técnicos, o impacto das alterações fiscais ou a normalização do preço do petróleo) e todos terão um papel semelhante: vão aumentar ainda mais o protagonismo da inflação nos próximos meses, visto que a irão elevar para cerca de 3% (na Zona Euro um pouco mais abaixo, nos EUA ligeiramente acima). Em qualquer caso, o apoio que lhe darão será temporário. Posteriormente serão retirados.

No entanto, a história da inflação vai prosseguir. Outros elementos ganharão protagonismo, alterarão completamente o cenário e irão ajudar a inflação a manter um papel de destaque, restando saber se será inclusivamente de protagonista. O título para a nova temporada é fácil de imaginar: *Reconstrução Económica*, e provavelmente seremos capazes de a ver mais cedo do que pensamos, espero. Nos principais países desenvolvidos, o ritmo de vacinações está a avançar positivamente, embora com diferenças entre eles e, o mais importante ainda, a vacina está a mostrar ser muito eficaz. Nos EUA existem já estados que reduziram significativamente as restrições, sendo que os indicadores de atividade sugerem uma melhoria do PIB de cerca de 2% em cadeia no 1T e com um

ritmo mais elevado no 2T, quando grande parte da população poderá estar imunizada. A Zona Euro continua em segundo lugar e terá que esperar até ao 2T para começar a reduzir as restrições à mobilidade e à atividade. Só então é que a atividade económica começará a ganhar velocidade.

Neste género de eventos em que a atividade entra em cena, a inflação costumava ganhar destaque mas a falta de harmonia que ambas mostraram nos últimos anos obrigar-nos-á a acompanhar atentamente o seu reencontro. Se a inflação reaparecer associada a pontos de estrangulamento ou a uma reativação mais forte que a esperada por parte da procura estagnada, isto poderá colocar em risco a política fiscal e a política monetária.

A política monetária desempenhou um papel aparentemente tranquilo nos últimos anos. Aquando da ausência de inflação, a política monetária desenvolveu um papel muito agressivo, manteve condições financeiras extraordinariamente permissivas e tornou-se num esteio da atividade económica. No entanto, o aumento das expectativas de inflação já observado nas cotações de vários indicadores financeiros e no aumento das taxas de juro a longo prazo têm colocado as principais autoridades monetárias em alerta. Fabio Panetta, membro da comissão executiva do BCE, deixou evidente que interpretam o aumento da inflação como um fenómeno temporário e que farão tudo o que for necessário para manterem as condições financeiras muito permissivas. Na Europa, onde a recuperação económica é ainda incipiente, é fundamental que assim seja. Em contrapartida, nos EUA, a Fed está a ser mais permissiva com as tensões das taxas de juro, mas poderá ter que enfrentar um papel difícil de interpretar. Uma restrição abrupta das condições financeiras poderia desacelerar a recuperação da atividade e desencadear episódios de turbulência nos mercados financeiros, pois as cotações baseiam-se na expectativa que as taxas de juro permanecerão muito baixas por um longo período. Em grande medida, esta expectativa foi alimentada pelo próprio desempenho da Fed nos últimos anos.

Do lado fiscal, existe um amplo consenso de que é melhor pecar por excesso de generosidade que por excesso de responsabilidade (o debate apresenta-se muitas vezes nestes termos, como se fossem posições antagónicas e com palavras repletas de preconceitos). No entanto, o regresso do protagonismo da inflação e a falta de previsibilidade do seu comportamento suscita preocupações de que o pacote fiscal do governo Biden, com uns expressivos 1,9 biliões de dólares, contribua para os riscos de sobreaquecimento da economia americana.

Enfim. Parece que a história da inflação vai continuar e que o grande teatro económico terá um dos seus principais e mais polémicos protagonistas. Espero que esta situação não nos obrigue a alterar completamente o guião. Para o evitar, temos que ser audazes nos próximos meses. Além de alertar para as alterações que se aproximam, devemos colocar em funcionamento os mecanismos adequados para que o paciente recupere de uma forma rápida e saudável. Como pode ver, na prática, sinto que a economia é mais uma arte do que uma ciência.

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	-3,3	5,5	4,2
Países desenvolvidos	2,7	1,3	2,2	1,6	-4,8	4,6	3,2
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-3,5	4,9	3,4
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,3	-6,8	4,3	3,1
Alemanha	1,6	1,3	1,6	0,6	-5,3	3,2	2,8
França	2,2	0,8	1,7	1,5	-8,2	5,7	3,1
Itália	1,5	-0,5	0,8	0,3	-8,9	4,2	3,0
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	-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	-4,9	3,5	1,3
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-9,9	6,2	4,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,1	4,5	3,6	-2,2	6,2	4,9
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	5,6
Índia	9,7	6,9	6,7	5,0	-7,0	9,5	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	-4,1	3,0	2,5
México	2,4	2,1	2,2	0,0	-8,2	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	1,6	4,0	3,4
Polónia	4,2	3,4	5,4	4,5	-2,8	3,6	4,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,4	3,2
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,6	1,5	1,4
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,3	1,9
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	2,0	1,1
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,4	1,2
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	2,0	1,1
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	1,8	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	2,4	1,2
Países emergentes	6,7	5,7	4,9	5,1	5,1	4,2	4,3
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	1,3	2,3
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	5,5	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	2,4	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	2,6	-5,9	2,0	4,1
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,6	0,7	0,5	3,5	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-2,0	6,2	5,4	-2,2	6,3	5,5
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	2,8	-4,6	3,9	3,8
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,2	4,0	-18,7	10,8	8,7
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,0	4,7	-12,1	4,8	10,2
Produto interno bruto	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	4,9	3,1
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,3	1,0	-2,0	-0,3	1,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	7,0	6,5	6,8	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	-1,2	-1,0	-0,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,4	0,9	0,1	0,0	1,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-6,3	-5,7	-3,2

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	1,6	2,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,5	15,3	14,1	15,5	16,5	15,3
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	-3,9	-0,6
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,8	1,9	2,1	0,7	1,5	1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,3	2,4	2,6	1,1	1,7	1,8
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,7	-2,5	-2,8	-11,3	-8,8	-6,3

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

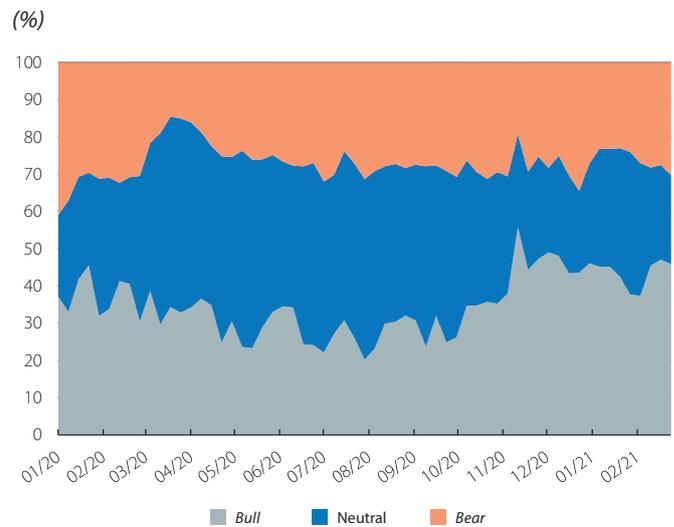
Previsões

Os mercados financeiros reavaliam o cenário

Os investidores apostam na reflução. Até agora, neste ano os preços financeiros têm-se vindo a ajustar ao que tem sido denominado de cenário de reflução, ou seja, a expectativa que a atividade económica mundial recupere de forma sustentada e que a inflação saia da fragilidade e seja mais dinâmica, ambas amparados por estímulos fiscais e monetários. Assim, por um lado, o otimismo em relação ao crescimento económico impulsionou as ações e outros ativos de risco, como commodities, enquanto, por outro lado, as expectativas de inflação mais elevada levaram ao aumento das taxas de juro de mercado, especialmente nos prazos longos das curvas. Embora no curto prazo a economia mundial continue bastante afetada pela pandemia, este reajustamento nas expectativas dos investidores ganhou impulso nos mercados financeiros em fevereiro e levou a aumentos significativos das taxas de juro soberanas e a fortes aumentos na maior parte dos preços das matérias-primas. Além disso, nas bolsas, este reajustamento favoreceu os setores mais sensíveis ao ciclo económico que impulsionaram os principais índices bolsistas enquanto as cotações dos restantes setores mostraram uma maior hesitação. Inicialmente, os principais bancos centrais não mostraram preocupação face ao aumento das taxas de juro do mercado, apontando que o movimento reflete uma melhoria nas perspetivas económicas, mas quando as taxas começaram também a aumentar em termos reais, num mês sem reuniões de política monetária, vários membros da Fed e do BCE aproveitaram as suas intervenções públicas para relembrarem a necessidade e a intenção de serem mantidas condições financeiras acomodáticas num ambiente económico que permanece frágil e incerto.

As taxas de juro do *treasury* sobem para níveis anteriores à pandemia. Impulsionadas pelas expectativas de reflução nos mercados financeiros, as taxas de juro das obrigações soberanas dos EUA (os denominados *treasuries*) subiram fortemente em fevereiro, principalmente nos vencimentos a médio e longo prazo, dando continuidade à subida registada em janeiro e aproximando-se dos níveis anteriores à pandemia. Boa parte do aumento neste ano foi impulsionado por um aumento nas expectativas de inflação, com os olhos dos investidores centrados na proposta de um novo pacote fiscal por parte da Administração Biden. No entanto, desde meados de fevereiro, as taxas de juro nominais continuaram a subir enquanto as expectativas de inflação suavizavam, criando tensões nas taxas de juro reais, as quais até agora tinham registado um comportamento relativamente estável. Perante estas tensões, o presidente da Fed, Jerome Powell, aproveitou a sua comparecência regular perante o Senado dos EUA para reafirmar a intenção do banco central em manter uma política monetária acomodática e lembrar que a recuperação económica dos EUA demorará tempo em se aproximar dos objetivos da Fed.

EUA: sentimento do mercado

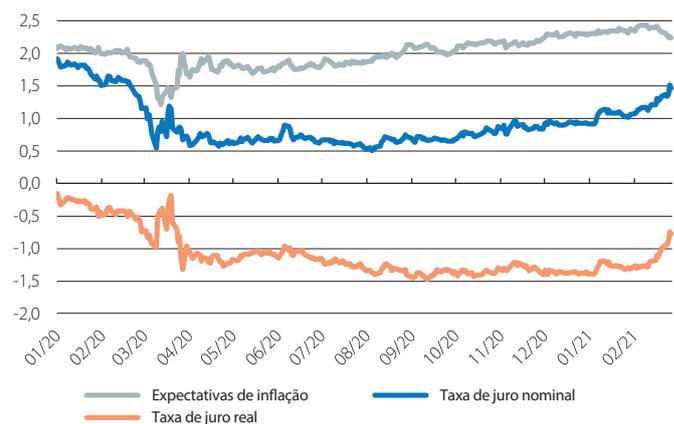


Nota: Percentagem de investidores que respondem aos inquéritos da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), pessimista (bear) ou neutral.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

EUA: taxas de juro e expectativas de inflação

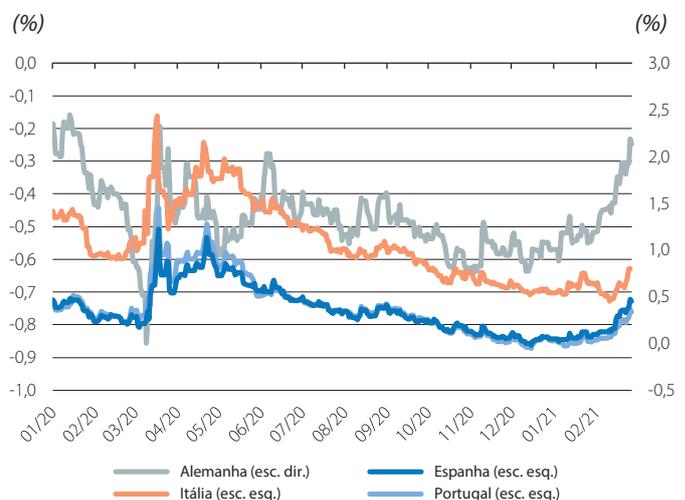
Taxa de juro das obrigações a 10 anos (%)

Forward de inflação de 5 em 5 anos (%)



Nota: A taxa de juro real é o resultado da subtração das expectativas de inflação da taxa de juro nominal.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Zona Euro: taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

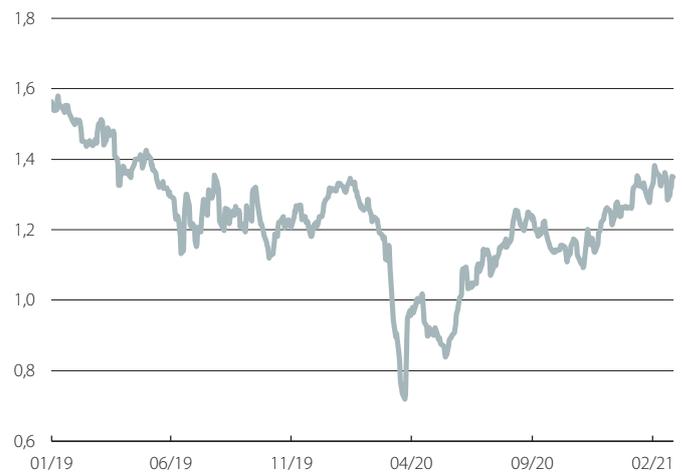
Na Europa, as taxas de juro soberanas europeias registam também o otimismo do cenário a médio prazo. O aumento das taxas de juro observado na curva de taxas de juro dos EUA impulsionou o aumento das taxas de juro a longo prazo da Zona Euro, tanto no núcleo como na periferia. Tal como aconteceu nos EUA, as taxas de juro reais europeias começaram também a gerar tensões em fevereiro, tendo vários membros do BCE enviado mensagens tranquilizadoras, referindo que a partir da instituição o movimento está a ser seguido de perto, reafirmando a necessidade de manter condições financeiras amplamente acomodáticas e lembrando que o banco central possui a capacidade e a vontade para atuar se estas condições começarem a apertar. Entretanto, na periferia da Zona Euro os prémios de risco de Espanha e de Portugal mantiveram-se contidos apesar de sofrerem um ligeiro aumento, enquanto os prémios de risco da Itália continuaram a descer após a formação do novo Governo com Mario Draghi como primeiro-ministro, tendo-se situado pontualmente abaixo dos 100 p.b. (em mínimos que não eram observados desde 2015).

A rotação setorial marca o ritmo nas bolsas. Os principais índices bolsistas iniciaram o mês com fortes subidas, motivadas por resultados das empresas no 4T 2020 acima das expectativas e estimuladas pela resiliência da atividade económica e pela expectativa de uma reativação mais consistente nos próximos trimestres. Foi observado um melhor desempenho bolsista nos setores mais sensíveis ao ciclo económico. No entanto, o forte aumento das taxas de juro nos dois lados do Atlântico suscitou dúvidas entre os investidores do mercado de rendimento variável. Com tudo isto, o maior peso dos setores cíclicos nos índices da Zona Euro fez com que terminassem o mês com ganhos generalizados (EuroStoxx 50 +4,5%, DAX +2,6%, CAC +5,6%, MIB +5,9%, Ibex 35 +6,0% e PSI-20 -1,9%), enquanto nos EUA a composição setorial foi menos favorável e os índices fecharam com uma tendência mais mista (S&P 500 +2,6% e Nasdaq -0,1%). Por sua vez, nos países emergentes as bolsas de valores registaram perdas generalizadas na América Latina (-3,1%) e uma tendência mais prudente na Ásia emergente (+0,9%) devido às preocupações com o aumento das taxas de juro.

A subida das matérias-primas alimenta as expectativas inflacionárias. O otimismo sobre a recuperação da atividade a nível global estendeu-se também ao mercado de matérias-primas, onde o petróleo e os metais industriais protagonizaram os maiores avanços, isolados dos receios dos investidores. Por um lado, o preço do Brent subiu até tocar, brevemente e pela primeira vez em 13 meses, os 67 dólares por barril, apoiado pelo lado da oferta no suporte permanente dos cortes de produção da OPEP e dos seus parceiros e na descida pontual dos inventários nos EUA (no meio de uma vaga de frio) e favorecido pela revisão em alta das expectativas da procura de crude para os próximos trimestres. Por outro lado, os metais industriais também se uniram à tendência ascendente. O cobre, indicador antecipado da atividade do setor industrial e veículo das pressões ascendentes sobre a inflação, valorizou 15% ao longo do mês, seguido do alumínio e do níquel.

Zona Euro: expectativas de inflação de mercado

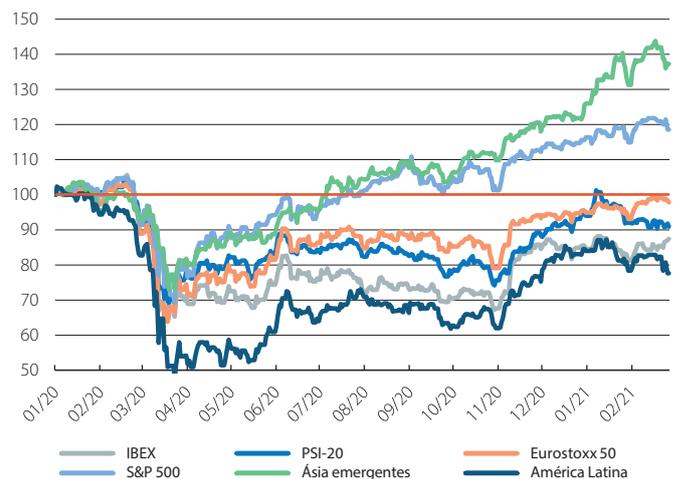
Forward de inflação a 5 anos em 5 anos (%)



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)

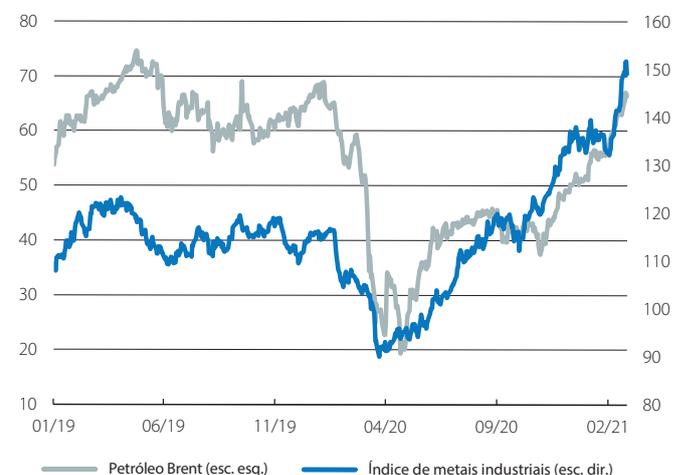


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preço do petróleo e dos metais industriais

(Dólares por barril)

(Índice de preços em dólares)



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

Bolsa americana: exuberância racional?

Desde os seus mínimos em março do ano passado, o principal índice da bolsa norte-americana, o S&P 500, subiu, com poucas pausas, cerca de 70%. A ascensão bolsista foi acompanhada, nas últimas semanas, por dinâmicas em certos segmentos das bolsas americanas que fizeram lembrar acontecimentos seguidos de correções bolsistas importantes no passado.

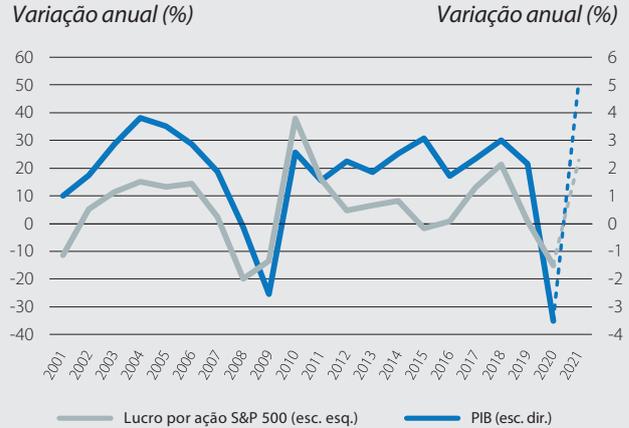
Assim, a atividade investidora retalhista tem-se situado nos seus máximos desde o *crash* de 2008, com o adicionar da utilização de derivados financeiros, instrumentos pensados em princípio para utilizações profissionais. As cotações em crescimento mais que exponencial de determinadas empresas tecnológicas ou de tecnologias emergentes trouxeram à tona o auge e a queda do Nasdaq no ano 2000 (a chamada crise das *dotcom*). Tudo isto num contexto de crescimento considerável das cotações em ativos de risco (outras bolsas, em particular as emergentes), de muito risco (matérias-primas) ou de muitíssimo risco (cripto-moedas).

Além do ruído financeiro e mediático, a combinação de um certa «doença de altura» com a bolsa americana em níveis de preços muito elevados e com estes comportamentos atípicos suscita uma dúvida razoável sobre se a bolsa norte-americana se pode estar a desligar dos fundamentos económicos.

Para enfrentar esta questão, convém lembrar primeiro que a atual tendência ascendente se dá no contexto de um ciclo prolongado que começou em abril de 2009. A chave deste grande arranque deve-se à coexistência de dois grandes fatores de apoio: as baixas taxas de juro e a evolução positiva da economia americana e, por extensão, dos lucros empresariais. Ambos os elementos fundamentam também a ascendência bolsista que tem vindo a ocorrer desde abril de 2020. Assim, de mãos dadas com um estímulo fiscal sem precedentes e com uma expansão monetária da Reserva Federal com uma intensidade nunca antes vista, as expectativas de recuperação económica foram muito reforçadas nos mercados. A melhoria das expectativas de crescimento económico também ficou refletida nas expectativas de crescimento dos lucros empresariais. Ou, por outras palavras, o crescimento económico esperado e os lucros empresariais estão em linha com a evidência histórica.

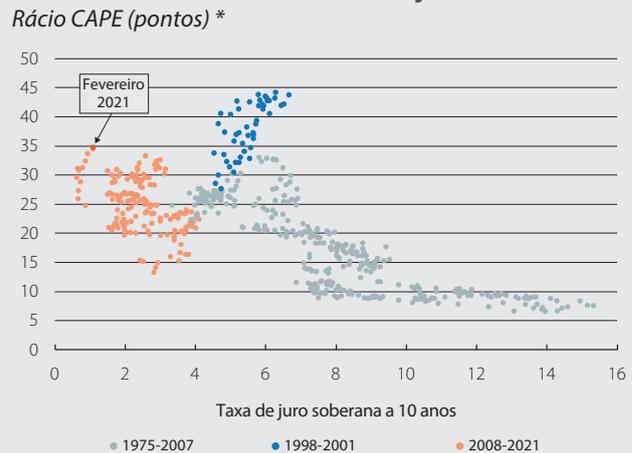
No entanto, este alinhamento de crescimento económico e do aumento de lucros poderá não ser suficiente para dissipar todas as dúvidas. A primeira preocupação, e talvez a mais crítica, é que, apesar dos benefícios positivos esperados, as cotações poderão ter-se situado em valores além do razoável, o que se traduziria na tensão de métricas que tradicionalmente capturaram momentos de sobrevalorização. Se nos centrarmos naquela que é talvez a medida essencial, o rácio de preços/lucros dos últimos 10 anos (CAPE), os dados sugerem que, efetivamente, estamos em níveis relativamente elevados. Embora não estejamos em níveis tão extremos como em 2000, estamos em níveis que duplicam a média histórica.

EUA: lucros empresariais do S&P 500 e PIB



Fonte: BPI Research, a partir dos dados e previsões da Bloomberg (lucro por ação), do Bureau of Economic Analysis (histórico do PIB) e de previsões próprias (PIB).

EUA: CAPE do S&P 500 e taxa de juro soberana



Nota: * O rácio CAPE apresenta o rácio entre a cotação bolsista do índice S&P 500 e a média dos últimos 10 anos de lucros das empresas do índice.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Robert J. Shiller disponíveis em <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Índices bolsistas

Índice (100 = dezembro 2014)



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

Não obstante, nesta comparação intertemporal falta um elemento importante: o elemento da taxa de juro sem risco - tendo em conta a igualdade de outros fatores, uma taxa de juro mais baixa justifica valorizações mais altas¹. Efetivamente, quando comparamos o CAPE e as taxas de juro em perspetiva temporal ampla, constatamos a solidez desta relação. O que nos diz dos atuais níveis de avaliação e de taxas de juro? Os níveis atuais não se situam longe da relação histórica, mas sim o suficiente para assinalarem um ponto de prudência².

Uma segunda fonte de preocupação resulta dos sinais de exuberância em certos segmentos, com os quais abrimos este artigo. É preciso distinguir aqui entre situações de natureza diferente. As menos preocupantes são, seguramente, as que maiores notícias suscitaram. A entrada de investidores retalhistas não deverá revestir, por si só, um grande risco de mercado. A utilização de *apps* de investimento e de instrumentos financeiros complexos sem se dispor dos conhecimentos suficientes ou inclusivamente a coordenação de posições retalhistas em determinados valores são, certamente, questões importantes em termos de regulação e de proteção do consumidor. Contudo, como risco de mercado, costumam ser fenómenos limitados. Em qualquer caso, a tendência de fundo de maior protagonismo de investidores retalhistas tem-se vindo a desenvolver desde 2009 paulatinamente e não parece ter disparado em 2020.

Mais relevante é o comportamento diferencial das empresas tecnológicas. Aqui temos que ser minuciosos e distinguir entre empresas com uma trajetória consolidada e que beneficiam da aceleração de tendências globais como a digitalização, o comércio eletrónico ou o teletrabalho, de outras empresas de tecnologias incipientes. Em termos gerais, os fundamentos das grandes empresas tecnológicas são bons e beneficiam, com uma intensidade especial, de taxas de juro baixas, pois grande parte da sua cotação atual reflete a expectativa de lucros no futuro. Não se pode dizer o mesmo de empresas que ainda não são capazes de gerar lucros, sobretudo em setores de tecnologias totalmente incipientes e muitas vezes de baixa capitalização. Neste âmbito, o risco é mais elevado.

Portanto, se, em termos gerais, a atual ascensão parece não considerar, de forma razoável, o cenário de recuperação económica nos EUA, podemos descartar de repente a bolsa como fonte de risco? Infelizmente não e isso deve-se a dois aspetos importantes a ter em conta: o não cumprimento do cenário macro e os riscos do contágio.

Assim, em primeiro lugar, o cenário macroeconómico que a bolsa desconta poderá não acontecer. Dizíamos antes que as bolsas estão a considerar uma recuperação económica sustentada e, além disso, sem excessivas pressões inflacionárias. No entanto, poderia acontecer que as expectativas de inflação, bem ancoradas até à data, come-

1. Em termos mais formais, se entendermos que o preço ou a cotação equivalem ao valor presente descontado dos lucros futuros, quanto menor for a taxa de juro maior é o valor presente desses lucros.

2. Com as atuais taxas de juro, a relação histórica sugeriria um CAPE entre 27 e 32 pontos, relativamente aos quase 35 pontos de fevereiro (ou aos 33 pontos nos quais se situaria se já tivesse sido materializada a recuperação dos lucros empresariais previstos para 2021). Ou seja, sugeriria uma cotação do S&P pelo menos 4% inferior.

Reação do S&P 500 e do Eurostoxx 600 face aos dados económicos dos EUA*

Eurostoxx 600 (variação diária, %)



Nota: * Os pontos correspondem a sessões nas quais foi publicada uma primeira estimativa da inflação (IPC) ou de dados do mercado de trabalho (Employment Situation) dos EUA.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg e do U.S. Bureau of Labour Statistics.

çassem a ver-se pressionadas de forma ascendente e, como resultado, a taxa de juro também tomasse uma trajetória de subida³. O sucedido com a taxa de juro americana a longo prazo é uma chamada de atenção que este risco existe na mente dos investidores: neste ano até meados de fevereiro, a taxa de juro nominal da dívida soberana a 10 anos tinha aumentado 40 p.b., dos quais 25 p.b. refletiam maiores expectativas de inflação.

O segundo risco é o risco de contágio financeiro. Certamente, parte dos argumentos anteriores e de forma particular o da sobrevalorização relativa da bolsa americana, são menos prevalentes noutros setores da bolsa norte-americana e nas bolsas europeias e emergentes. No entanto, se nos concentrarmos no canal de contágio internacional, no caso hipotético da bolsa americana experimentar uma correção com uma determinada dimensão, os investidores poderão não discriminar suficientemente entre ativos, pelo menos a curto prazo. Tal como é possível observar no gráfico anexo, a bolsa europeia é condicionada por novidades nos fundamentos da economia americana⁴. Se estes últimos se tornassem adversos, o mais lógico seria esperar um certo contágio na Europa. Após este hipotético ajustamento, sem dúvida que operarão fatores idiossincráticos, sendo que resta esperar que os investidores façam uma discriminação entre países e setores. No entanto, enquanto chover, poderá talvez não haver chapéus de chuva para todos.

3. A título exemplificativo, se antes comentávamos que, com as atuais taxas de juro, a relação histórica sugeriria um CAPE de entre 27 e 32 pontos, com uma taxa de juro soberana de 2,5% (+100-150 p. b.), o CAPE previsto diminui para 25-28,5 pontos. Isto sugeriria uma cotação do S&P 500 pelo menos 14% inferior.

4. Com dados diários desde 1987, o S&P 500 e o Eurostoxx 600 têm-se mantido na mesma direção em 65% das sessões. O valor sobe acima de 70% se nos centrarmos exclusivamente em sessões nas quais foram publicados dados de inflação ou de mercado de trabalho nos EUA. Para além de um contágio para a Europa, também pode refletir o sincronismo entre os ciclos económicos dos EUA e da Europa: os indicadores de inflação e de mercado de trabalho dos EUA também dão pistas sobre o estado do ciclo económico europeu.

Taxas de juro (%)

	28-fevereiro	31-janeiro	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	-0,53	-0,55	2	1,5	-13,7
Euribor 12 meses	-0,48	-0,51	3	1,6	-19,9
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,61	-0,65	5	10,6	-0,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,73	7	3,7	0,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,26	-0,52	26	30,9	17,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,42	0,10	33	37,6	18,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,32	0,04	28	28,7	5,1
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	-150,0
Libor 3 meses	0,19	0,20	-1	-5,0	-156,3
Libor 12 meses	0,28	0,31	-3	-5,8	-152,3
Dívida pública a 1 ano	0,07	0,08	-1	-3,8	-135,7
Dívida pública a 2 anos	0,13	0,11	2	0,6	-118,6
Dívida pública a 10 anos	1,40	1,07	34	49,2	-10,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	52	-1	3,2	4,8
Itraxx Financeiro Sénior	63	63	0	3,7	8,6
Itraxx Financeiro Subordinado	118	118	-1	6,7	3,0

Taxas de câmbio

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,208	1,214	-0,5	-1,2	8,9
EUR/JPY (ienes por euro)	128,670	127,130	1,2	2,0	7,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,886	-2,1	-3,0	3,2
USD/JPY (ienes por dólar)	106,570	104,680	1,8	3,2	-1,6

Matérias-primas

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	486,5	458,4	6,1	9,6	20,4
Brent (\$/barril)	66,1	55,9	18,3	27,7	13,7
Ouro (\$/onça)	1.734,0	1.847,7	-6,1	-8,7	9,1

Rendimento variável

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.811,2	3.714,2	2,6	1,5	18,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.636,4	3.481,4	4,5	2,4	-0,1
Ibex 35 (Espanha)	8.225,0	7.757,5	6,0	1,9	-12,2
PSI 20 (Portugal)	4.702,2	4.794,6	-1,9	-4,0	-10,5
Nikkei 225 (Japão)	28.966,0	27.663,4	4,7	5,5	24,8
MSCI emergentes	1.339,3	1.329,6	0,7	3,7	26,1

Atividade internacional: à espera que a imunização acelere

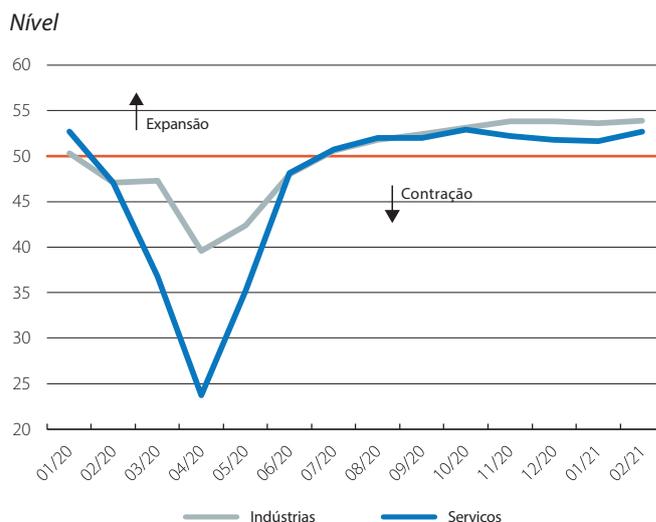
A pandemia da COVID-19 continua a ser o grande elemento determinante do cenário económico em 2021. Com a exceção destacada da China, no início deste ano a atividade das grandes economias internacionais continua abaixo do nível anterior à pandemia e permanece prejudicada pelas restrições necessárias para conter as infeções. No entanto, nos últimos meses as principais economias mundiais têm sido mais resilientes, sendo disto testemunhas no 4T 2020 valores do PIB ligeiramente mais positivos que os previstos no meio de uma vaga de infeções. Da mesma forma, os indicadores de sentimento empresarial do PMI refletem que nos primeiros meses de 2021 a economia mundial manteve a sua resiliência perante a afetação da pandemia sendo que, em janeiro e fevereiro, se situaram em níveis semelhantes aos do 4T 2020, ligeiramente acima dos 50 pontos, limite que separa a zona de contração da zona de expansão. Esta resiliência denota o carácter mais limitado das restrições, o que desacelera menos o setor industrial, e uma certa capacidade de adaptação das economias, para além do apoio de políticas económicas e do ambiente financeiro acomodaticio. Nos próximos trimestres, é de esperar que com o avanço das vacinações e, principalmente, quando for possível imunizar os grupos de risco, a menor pressão sobre o sistema de saúde permitirá o desencadear de uma reativação económica mais sustentada.

A recuperação enfrenta riscos elevados... e incertos. Embora a última vaga de infeções por SARS-CoV-2 tenha começado a diminuir em fevereiro, na maior parte dos países a vacinação ainda tem um longo caminho a percorrer, sendo que as variantes mais infecciosas do vírus representam um risco para o desempenho económico a curto prazo. Além disso, o mapa de riscos a médio prazo é complexo. Por um lado, o apoio às políticas económicas continua a ser fundamental para evitar a destruição do tecido produtivo que poderá ocorrer no caso de uma retirada prematura das medidas de estímulo. Por outro lado, quando a recuperação económica ganhar velocidade, o aumento da procura e a poupança estagnada devido à pandemia poderão criar tensões se chocarem com estrangulamentos nas cadeias produtivas. Estas tensões deverão diminuir à medida que as economias normalizarem, mas num contexto de fortes expansões monetárias e fiscais, a combinação de recrudescimentos nos primeiros dados da inflação deste ano e a apresentação de um novo e significativo estímulo fiscal nos EUA criou receios de sobreaquecimento e afetou algumas cotações financeiras, como é possível observar em detalhe na secção de mercados financeiros.

ECONOMIAS AVANÇADAS

A Administração Biden intensifica o estímulo fiscal nos EUA. No final de fevereiro, a Câmara de Representantes aprovou a proposta de um novo pacote de ajuda contra a COVID-19 apresentada pelo presidente Biden em janeiro, no valor de 1,9 biliões de dólares, a qual, se o Senado a ratificar, se somará aos 0,9 biliões aprovados em dezembro (atingindo cerca de 15% do PIB). A pro-

Mundo: índice PMI



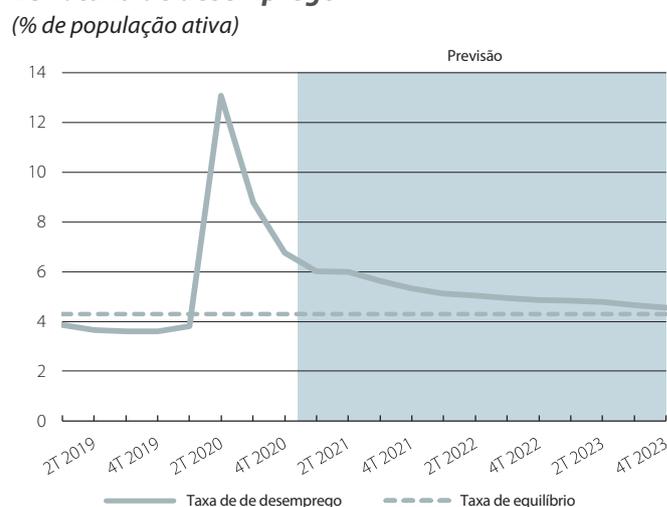
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

Oferta monetária: agregado M2



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE e da Reserva Federal dos EUA.

EUA: taxa de desemprego



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do U.S. Bureau of Labor Statisticsy previsões e estimativas do U.S. Congressional Budget Office.

posta provocou um debate entre economistas proeminentes, com especialistas como Olivier Blanchard e Larry Summers que alertaram para o facto de que poderá acarretar riscos inflacionários. Por sua vez, a secretária do Tesouro norte-americano e ex-presidente da Fed, Janet Yellen, reconheceu os riscos de inflação mas defendeu que atualmente o maior risco assenta em não se fazer o suficiente por uma economia «ferida» pela pandemia. Neste contexto, as expectativas de inflação dos mercados financeiros mostraram volatilidade em fevereiro, enquanto a inflação geral permaneceu estável em 1,4% em janeiro.

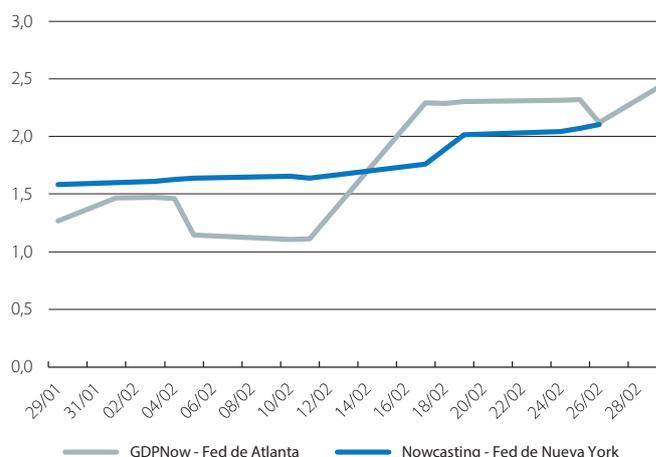
A atividade norte-americana avança. Os dados disponíveis indicam que a economia dos EUA continua a crescer no primeiro trimestre do ano. Especificamente, em janeiro e fevereiro, os índices de sentimento empresarial PMI e ISM mantiveram-se em níveis indicativos de crescimento da atividade económica (ou seja, acima do limite dos 50 pontos), tanto no setor industrial como no setor dos serviços (ISM de fevereiro em 60,8 e 55,3 pontos para as indústrias e serviços, respetivamente). Da mesma forma, os indicadores mostram também um mercado de trabalho que continua a recuperar empregos a um ritmo expressivo, embora a taxa de desemprego permaneça acima de 6% (ainda distante dos 3,5% registados antes da eclosão da COVID-19). Assim, no final de fevereiro, os modelos de projeção a curto prazo sugeriam que o PIB dos EUA poderá avançar cerca de +2% em cadeia no 1T 2021 (embora ainda não incluam o impacto que a tempestade de inverno poderá ter causado em muitos estados do sul).

Estando um passo atrás, a economia europeia resiste. Na Zona Euro, os indicadores económicos refletem uma atividade resiliente, mas mais condicionada pelas restrições da COVID-19 do que nos EUA. Em janeiro, as vendas a retalho contraíram 5,9% em comparação com dezembro de 2020 (-6,4% relativamente a janeiro de 2020), uma queda superior à esperada pelo consenso dos analistas, enquanto a taxa de desemprego se manteve estável em 8,1% (+0,7 p.p. em comparação com os 7,4% de janeiro de 2020, um aumento muito contido devido aos programas de ajustamento temporário de emprego "Layoff" que as economias europeias continuam a implementar). Por sua vez, em fevereiro o índice PMI composto de sentimento empresarial situou-se em terreno de ligeira contração (48,8 pontos), afetado pelas dificuldades dos serviços (45,7 pontos, também abaixo do limite dos 50 pontos que distingue a recessão da expansão), enquanto as indústrias continuaram a expandir (57,9 pontos). Estes índices de sentimento indicaram alguma heterogeneidade de atividade entre os países, com um melhor desempenho na Alemanha que nas restantes grandes economias da Zona Euro.

A volatilidade abala a inflação na Zona Euro. O índice de preços da Zona Euro surpreendeu com uma recuperação significativa e generalizada nos primeiros dois meses do ano. A inflação geral aumentou +1,2 p.p. em janeiro, para 0,9% homólogo, tendo-se estabilizado em fevereiro, enquanto a inflação subjacente (que exclui as componentes mais voláteis) também aumentou robustamente, para 1,4% em janeiro (+1,0 p.p., a maior subida da série histórica) e 1,1% em fevereiro. Este forte aumen-

EUA: previsões do PIB 1T 2021

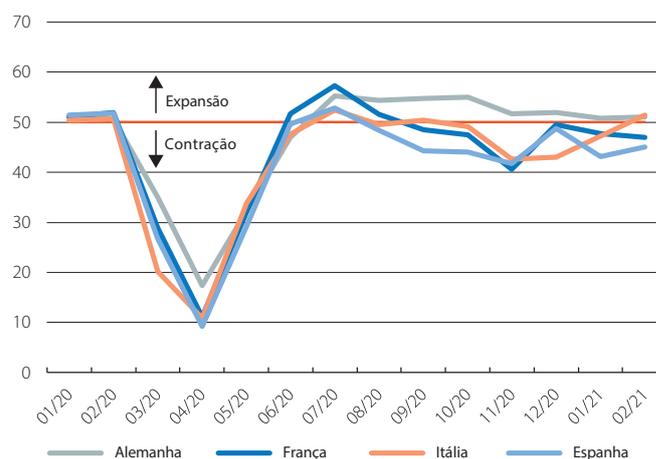
Varição em cadeia (%)



Nota: Evolução no tempo da previsão de crescimento do PIB de acordo com vários modelos.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados das Reservas Federais de Atlanta e de Nova Iorque.

Zona Euro: índice PMI composto

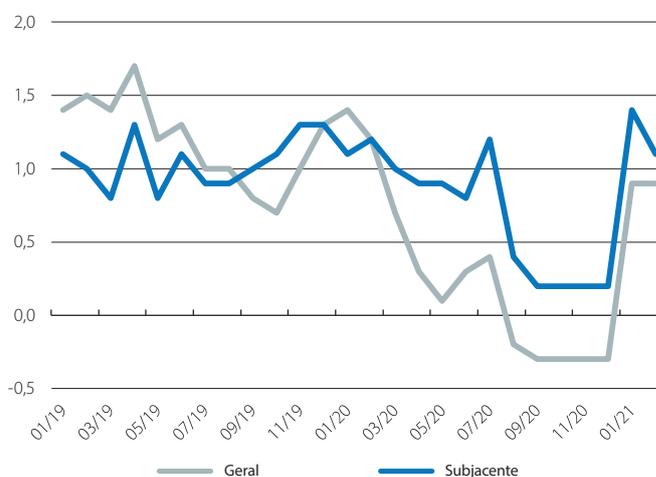
Nível



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

Zona Euro: índice de preços no consumidor (harmonizado)

Varição homóloga (%)



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

to não reflete um aumento nas pressões inflacionárias subjacentes, visto ser causado por uma confluência de fatores relacionados com pandemia, como o atraso na época de saldos em janeiro, maiores pesos no cabaz de preços (influenciados pelos bens e serviços que sofreram um maior consumo e inflação em 2020) ou o IVA da Alemanha (desde janeiro que a taxa fiscal deste imposto regressou ao mesmo nível antes da pandemia, sendo que a sua descida temporária em julho passado criou um efeito de base que fez com que a inflação descresse no segundo semestre de 2020). Estes elementos, e outros semelhantes (como um efeito de base devido aos preços baixos do petróleo registados na primavera de 2020), farão com que a inflação europeia seja volátil em 2021. No entanto, estes fatores não deverão condicionar o BCE na medida em que se dissiparão com a normalização da economia.

Contração de 4,8% do Japão em 2020. O PIB japonês aumentou 3,0% em cadeia no 4T 2020 (-1,2% homólogo), um número significativo, especialmente após a recuperação acentuada registada no 3T (+5,3% em cadeia). Apesar destes dois trimestres de forte crescimento, o total anual foi de -4,8%. Convém lembrar que o “choque” económico da COVID-19 surgiu num momento de fragilidade do país, pois a economia sofreu os efeitos negativos sobre a atividade devido ao aumento do IVA e aos devastadores tufões no final de 2019. Para o 1T 2021, o agravamento da pandemia e as restrições à atividade e mobilidade poderão resultar numa ligeira queda na atividade económica japonesa.

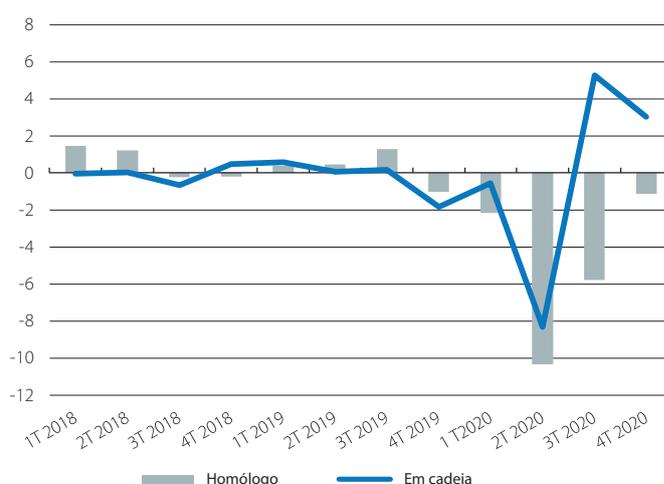
ECONOMIAS EMERGENTES

A China está alguns passos à frente. A pandemia continua a ser rigidamente controlada na China e os dados mostram que o surto de infeções nalgumas províncias em janeiro foi rapidamente reprimido pelas autoridades. Este controlo da COVID-19 permitiu que o PIB chinês ultrapassasse os níveis anteriores à pandemia há vários trimestres e, embora com a celebração do Ano Novo Lunar a publicação de dados económicos tenha sido relativamente escassa em fevereiro, os indicadores continuam a mostrar uma atividade dinâmica. Neste contexto de robustez, as autoridades anunciaram recentemente uma meta de crescimento do PIB («acima de 6% em 2021») que deverá ser facilmente alcançada devido ao efeito de base da própria pandemia (por exemplo, na média do 1T e do 2T 2021, o crescimento do PIB poderá ser de cerca de 10% homólogo, quando calculado em relação a níveis do PIB que sofreram importantes retrocessos no 1T e 2T 2020).

Divergência entre outras economias emergentes. Na totalidade de 2020, a Turquia surpreendeu com um crescimento positivo de 1,8%, o que a torna num dos poucos países emergentes que conseguiu evitar a recessão. Em fevereiro, também foi divulgado que a Rússia e o Brasil resistiram à pandemia melhor que outras economias emergentes (no conjunto de 2020, o seu PIB contraiu 3,1% e 4,1%, respetivamente), enquanto o PIB da Índia sofreu uma forte queda de 7,0%. É importante lembrar que, durante o 2T 2020, a Índia foi uma das economias mais afetadas pela pandemia, com uma queda acentuada da atividade económica e com estímulos insuficientes.

Japão: PIB

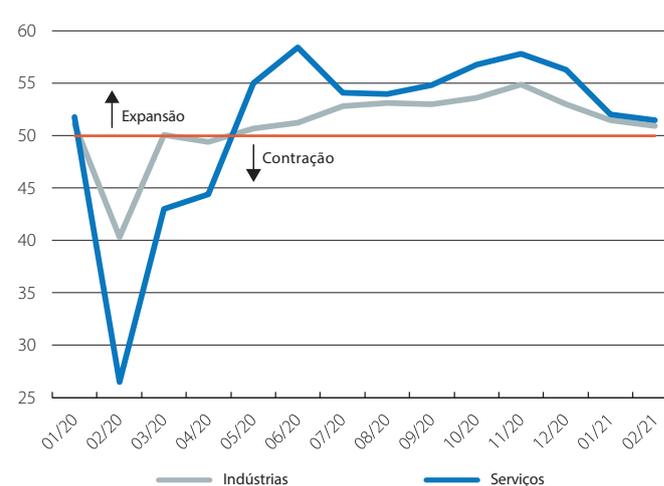
Varição (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Gabinete do Japão.

China: índice PMI

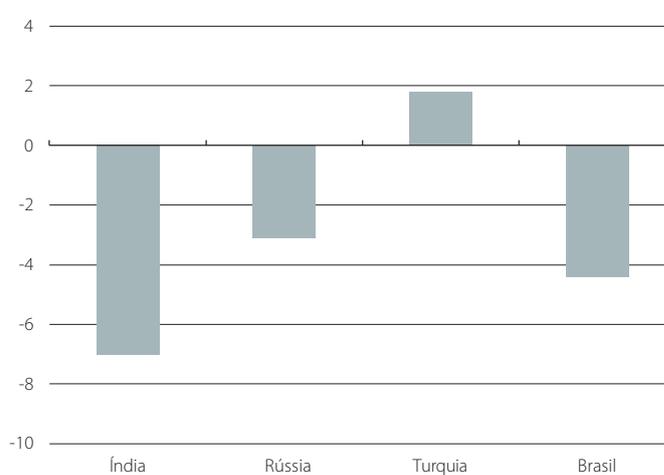
Nível



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

Economias emergentes: PIB 2020

Varição anual (%)



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

Regras fiscais europeias: abaixo de 60%?

- Existe um amplo consenso sobre a necessidade de reformar as regras fiscais europeias, demasiado complexas, pouco previsíveis e não suficientemente sensíveis ao estado do ciclo económico.
- De facto, a crise da COVID-19 obrigou a suspendê-las, sendo que a Comissão está a debater a sua reforma.
- A conceção de regras fiscais deverá considerar todos os fatores que afetam a sustentabilidade da dívida e ser suficientemente flexível para permitir o papel estabilizador da política fiscal.

As regras fiscais europeias, que ditam o défice e a dívida máxima que os países europeus podem ter, foram suspensas em março de 2020 (pelo menos até finais de 2021) devido à crise da COVID-19.

Como já explicámos num dos Focus do ano passado¹, antes desta crise já havia consenso de que as regras não eram adequadas (inclusivamente após várias reformas ao longo dos anos) e, no início de 2020, a Comissão Europeia tinha dado início a um processo de debate com o objetivo de as reformar. Se as regras, cujo elemento principal é um teto de dívida pública de 60% do PIB, já eram inadequadas antes da pandemia, esta última crise tornou-as claramente obsoletas. De facto, estima-se que em 2020 a dívida pública da Zona Euro tenha superado 100% do PIB do bloco, enquanto nalguns países atingiu rácios de cerca de 120% (Espanha) ou inclusivamente de 160% (Itália). Perante níveis de dívida tão elevados, as regras fiscais atuais exigiriam um esforço fiscal enorme e sustentado no tempo para muitos países (ver o primeiro gráfico). Por exemplo, para um país com uma dívida pública de 160% do PIB, serão necessários superávits primários superiores a 3% do PIB durante os próximos 20 anos. Mesmo num cenário relativamente favorável de crescimento e taxas de juro, um esforço fiscal pouco viável e talvez inclusivamente contra-producente, pois resultará num grande obstáculo para o crescimento.

A sustentabilidade da dívida não pode ser reduzida apenas a um número

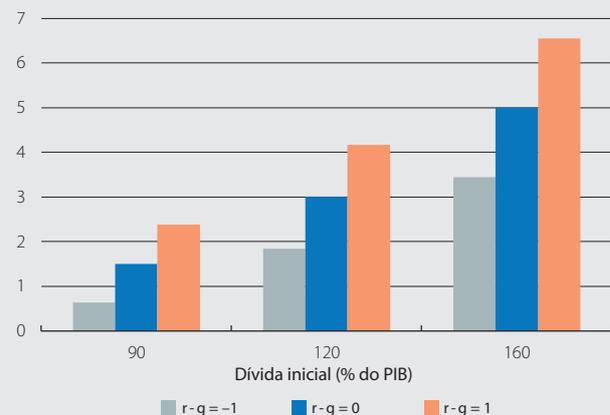
O exemplo anterior ilustra o problema fundamental das regras fiscais europeias: a utilização de critérios de dívida e défices que não variam, nem segundo o país nem ao longo do tempo e não consideram possíveis alterações nos fatores que determinam a sustentabilidade da dívida. Esta caracterização é muito simplista, dado que o nível de dívida e do défice não são os únicos fatores que determinam a sustentabilidade da dívida pelo menos por quatro razões.

Primeira, a sustentabilidade da dívida depende não só do seu nível em percentagem do PIB e do défice, mas também do crescimento futuro e das taxas de juro. Por exemplo, em Itália o rácio da dívida continuou a aumentar devi-

1. Ver o Focus «Rumo à reforma das regras fiscais europeias?», na IM03/2020, onde destacamos que as regras eram demasiado complexas, pouco previsíveis e não o suficientemente sensíveis ao estado do ciclo económico.

Saldos primários necessários para a redução da dívida para 60% do PIB em 20 anos (com vários pressupostos sobre o crescimento e sobre as taxas de juro)

Saldo primário necessário (% do PIB)



Nota: r é a taxa de juro média da dívida pública, g é o crescimento nominal do PIB e $r-g$ é a diferença entre estas duas variáveis. Os pressupostos para $r-g$ foram escolhidos para ilustrar vários cenários. Em 2019, $r-g$ era igual a $-1,96\%$ na Alemanha, $-1,81\%$ em França, $-0,82\%$ em Espanha, $-0,63\%$ em Portugal e $0,25\%$ em Itália, de acordo com o Eurostat e as previsões de crescimento do PIB do Fundo Monetário Internacional. O saldo fiscal primário pb_t^* necessário para reduzir o rácio da dívida d_t para um objetivo d^* em n anos é calculado da seguinte forma:

$$pb_t^* = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \frac{1}{n} (d_{t-1} - d^*)$$

onde r_t e g_t são pressupostos de taxas de juro e de crescimento.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e do Fundo Monetário Internacional.

do a um crescimento fraco e uma alta carga de juros apesar do país ter mantido um superavit fiscal primário quase ininterruptamente nos últimos 25 anos (ver o segundo gráfico). Por outro lado, num caso em que a taxa de juro da dívida é inferior ao crescimento nominal do PIB, um país que tenha défices poderá ver reduzido o seu rácio de dívida.

Segunda, existem incertezas sobre o crescimento e as futuras taxas de juro. Especificamente, um determinado saldo primário poderá deixar de ser suficiente para estabilizar o rácio de dívida se as taxas de juro aumentarem ou se cair o crescimento. Embora neste momento nos encontremos numa situação de taxas de juro baixas, os fatores por detrás deste fenómeno são complexos e a sua evolução é incerta, pelo que não se deve menosprezar a possibilidade que a descida das taxas de juro das últimas décadas se reverta com implicações fiscais importantes.

Terceira, o esforço fiscal viável depende de muitos fatores, como o tipo de Governo, o nível de pressão fiscal do qual se parte e muitas mais considerações políticas, económi-

Itália: saldo fiscal primário (% do PIB)

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

cas e sociais. Como consequência, um nível de dívida que é sustentável num país pode não o ser noutro se isso lhe exigir um esforço fiscal pouco viável (lembremo-nos das perguntas sobre a viabilidade política e económica do esforço fiscal que era pedido à Grécia para receber ajudas europeias, que exigiam um saldo primário elevado durante mais de 20 anos).

Quarta, a confiança dos investidores é também importante para a sustentabilidade da dívida. O ambiente atual, de taxas de juro baixas e de vencimentos longos da dívida, favorece a confiança dos investidores pois faz com que a carga desta dívida (em termos de fluxos de pagamentos) seja suportável. No entanto, uma perda de confiança por parte dos investidores sobre a capacidade de um país pagar a sua dívida poderá resultar numa tensão das taxas de juro e numa «profecia que se cumpre a si própria» à medida que os aumentos das taxas de juro retroalimentam o aumento da dívida para níveis insustentáveis². Embora o BCE nalguns casos possa evitar estas situações, não pode eliminar as diferenças na credibilidade da política fiscal de vários países.

Estes quatro elementos mostram que a sustentabilidade da dívida não deverá ser reduzida apenas a um número. A sua avaliação é mais complexa, está repleta de nuances e deve considerar muitos outros fatores, como o crescimento e as taxas de juro esperadas, assim como outros fatores económicos, políticos e institucionais.

Uma visão mais ampla da sustentabilidade nas regras fiscais

Se a sustentabilidade da dívida não se pode resumir apenas a um número, as regras fiscais também não deverão ser reduzidas quase totalmente a um objetivo de dívida.

2. A velocidade à qual os aumentos das taxas de juro resultam em aumentos da dívida, depende do perfil de vencimento da dívida: num país com dívida mais a longo prazo, este aumento ocorrerá de uma forma mais lenta.

Itália: dívida pública (% do PIB)

As regras fiscais deverão ter em conta todos os fatores que afetam a sustentabilidade mencionada neste artigo e deverão ser o suficientemente flexíveis para permitir o papel estabilizador da política fiscal (as regras tiveram que ser suspensas em 2020 precisamente porque não permitiram as medidas fiscais necessárias em relação à COVID-19).

No entanto, o limite de dívida de 60% do PIB está no Tratado da UE, sendo portanto difícil que o processo de revisão das regras fiscais o elimine. A não ser que se opte por uma alteração no Tratado (que é improvável), deverão ser encontradas formas de reduzir a importância deste limite, talvez, como propõe o European Fiscal Board³, mediante velocidades de correção distintas por países que tenham em conta todos os fatores importantes para a sustentabilidade da dívida. Não obstante, será um desafio conseguir esta visão mais holística da sustentabilidade sem perder transparência e previsibilidade nas regras. A transparência e a previsibilidade são importantes para uma aplicação e vigilância mais eficazes e para uma melhor compreensão das regras por parte da restante sociedade.

Contudo, esperamos que este debate seja muito importante em 2021 devido à urgência em reformar as regras antes que a sua suspensão acabe. O processo de reforma do quadro fiscal europeu (que originalmente devia acabar no final de 2020) foi interrompido pela COVID-19 e a Comissão ainda não decidiu uma nova data para o reiniciar, mas sem dúvida que o debate se intensificará ao longo do ano devido à sua importância. Neste novo mundo de dívida pública elevada na maior parte dos países europeus, as novas regras fiscais deverão impulsionar uma redução gradual da dívida para níveis mais seguros mas sem danificar a recuperação nem a transformação verde e digital da economia europeia. Será um equilíbrio difícil de atingir, mas não impossível.

3. Ver European Fiscal Board. «Annual Report 2020».

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	11/20	12/20	01/21
Atividade									
PIB real	2,2	-3,5	0,3	-9,0	-2,8	-2,4	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,9	2,0	3,1	-4,9	5,3	4,7	5,5	2,2	7,6
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	127,3	90,0	93,1	93,8	92,9	87,1	88,9
Produção industrial	0,9	-6,6	-1,9	-14,2	-6,3	-4,2	-4,7	-3,2	-1,8
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	50,4	45,7	55,0	59,0	57,7	60,5	58,7
Habitções iniciadas (milhares)	1.295	1.396	1.484	1.079	1.432	1.588	1.553	1.680	1.580
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	222	224	229	239	239	242	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	3,8	13,1	8,8	6,8	6,7	6,7	6,3
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	60,7	52,9	56,1	57,4	57,4	57,4	57,5
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-3,2	-2,6	-2,7	-2,9	-3,2	-3,1	-3,2	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	2,1	0,4	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	2,2	1,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4

JAPÃO

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Atividade									
PIB real	0,3	-4,9	-2,1	-10,3	-5,8	-1,1	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	36,0	24,7	30,5	33,0	33,7	31,8	29,6
Produção industrial	-2,7	-10,3	-4,3	-20,5	-12,6	-3,5	-3,1	-4,2	-2,1
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-8,0	-34,0	-27,0	-10,0	-10,0	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	2,4	2,8	3,0	3,0	2,9	2,9	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,3
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,5	0,1	0,2	-0,8	-1,0	-1,2	-0,6
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,7	0,3	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	0,1

CHINA

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
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	5,0	4,6	...
Produção industrial	5,8	3,4	-7,3	4,4	5,8	7,1	7,0	7,3	...
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	45,9	50,8	51,2	51,8	52,1	51,9	51,3
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	535	361	411	450	535	449	480	...
Exportações	0,5	3,6	-13,6	-0,2	8,4	16,7	20,6	18,1	...
Importações	-2,7	-1,1	-3,1	-9,9	2,9	5,0	3,9	6,5	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	5,0	2,7	2,3	0,1	-0,5	0,2	-0,3
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,9	6,9	7,0	7,1	6,9	6,6	6,6	6,5	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	11/20	12/20	01/21
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	2,4	-1,2	-1,2	-6,8	2,4	0,9	-2,2	0,6	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,3	-8,6	-5,8	-20,2	-6,9	-1,7	-0,6	-0,8	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-8,6	-18,5	-14,4	-15,6	-17,6	-13,8	-15,5
Sentimento económico	103,7	88,2	100,8	72,0	88,5	91,4	89,3	92,4	91,5
PMI indústrias	47,4	48,6	47,2	40,1	52,4	54,6	53,8	55,2	54,8
PMI serviços	52,7	42,5	43,8	30,3	51,1	45,0	41,7	46,4	45,4
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	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	8,3	8,3	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	4,2	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5	4,6	...
França (% pop. ativa)	8,5	8,2	7,7	7,1	9,1	8,8	8,8	8,9	...
Itália (% pop. ativa)	9,9	9,1	9,2	8,5	9,6	9,1	8,8	9,0	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	1,3	-6,8	-3,2	-14,7	-4,3	-5,0	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	0,6	-5,3	-2,2	-11,3	-4,0	-3,6	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,5	-8,2	-5,6	-18,6	-3,7	-4,9	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,3	-8,9	-5,8	-18,2	-5,2	-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	11/20	12/20	01/21
Inflação geral	1,2	0,3	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,9
Inflação subjacente	1,0	0,7	1,1	0,9	0,6	0,2	0,3	0,2	1,4

Setor externo

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Balança corrente	2,4	2,4	2,1	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	...
Alemanha	7,1	7,1	7,1	6,8	6,9	7,1	7,0	7,1	...
França	-0,7	-2,3	-0,8	-1,4	-1,8	-2,3	-2,0	-2,3	...
Itália	3,0	3,6	3,2	3,0	3,5	3,6	3,5	3,6	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	92,4	93,9	91,2	93,4	95,6	95,7	95,2	96,1	96,3

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	11/20	12/20	01/21
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,8	6,3	3,9	7,1	7,1	7,0	6,9	7,1	7,0
Crédito às famílias ^{2,3}	3,4	3,2	3,6	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	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	1,4	1,4	1,4
Depósitos									
Depósitos à vista	8,0	12,9	9,3	12,9	14,1	15,2	15,1	16,3	17,1
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	-0,2	0,3	1,0	1,4	1,2	1,7	1,1
Instrumentos negociáveis	-1,9	10,1	3,8	7,2	11,0	18,3	15,5	25,0	18,2
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

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

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

A resiliência favorecerá a recuperação portuguesa

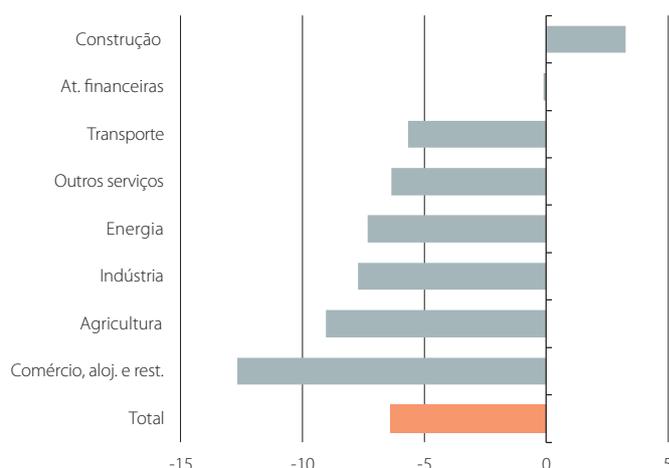
Confirma-se uma contração histórica de 7,6% em 2020, afetada pela queda acentuada da atividade no primeiro semestre. Por outro lado, a recuperação significativa no segundo semestre demonstra a capacidade de reativação da economia portuguesa e a sua resiliência face às restrições, reforçando a visão de que a atividade irá retomar uma recuperação mais sólida quando o controlo da pandemia permitir um relaxamento do confinamento. Por setores produtivos, apenas a construção conseguiu manter contribuição positiva para o crescimento (o seu valor acrescentado bruto cresceu 3,3%), enquanto os restantes setores registaram quedas ao longo do ano, com destaque para o comércio e a restauração (-12,7%), a indústria (-7,7%) e o conjunto dos outros serviços (-6,4%).

A atividade económica portuguesa desacelerou no início de 2021 devido às maiores restrições das medidas de contenção. Enquanto se aguarda a vacinação dos grupos de risco para aliviar a pressão sobre o sistema de saúde e permitir um levantamento das restrições de forma geral, os indicadores mostram que a recuperação económica foi temporariamente interrompida pelas medidas tomadas para conter as infeções nos primeiros meses de 2021. Especificamente, o indicador de atividade diária do Banco de Portugal (o denominado DEI, que apresenta uma boa correspondência com o crescimento homólogo do PIB) caiu para uma média de -6,2% no decorrer deste ano, sugerindo uma menor atividade do que a registada no 4T 2020 (quando o DEI registava -5,4%). Da mesma forma, foi também registada uma deterioração dos indicadores de confiança em fevereiro ao nível dos consumidores e nos setores dos serviços e do comércio, enquanto o setor industrial mostra um maior otimismo. Esperamos que este otimismo se estenda à medida que o processo de vacinação avança, o que deverá aliviar a pressão hospitalar e levar a uma recuperação mais sustentada da atividade económica nos próximos trimestres.

O mercado de trabalho resiste. O emprego aumentou em 59.600 pessoas no 4T 2020 (+1,2% em cadeia e -1,0% homólogo) recuperando praticamente os níveis anteriores à pandemia (-6.400 pessoas em comparação com o 1T 2020). Por sua vez, a taxa de desemprego caiu para 7,1%, face aos 7,8% no 3T, de forma que no conjunto de 2020 a taxa de desemprego se situou em 6,8%. Este aumento em comparação com os 6,5% de 2019 foi muito inferior ao previsto, reflexo do apoio prestado por medidas para proteger o emprego contra a queda da atividade. No entanto, as perspetivas para o mercado de trabalho em 2021 continuam muito exigentes, marcadas pelo agravamento da situação pandémica no início de 2021, pelo lento processo de vacinação e pela incerteza em torno da capacidade das empresas relançarem a sua atividade no pós-confinamento. Neste contexto, é possível que a taxa de desemprego aumente no segundo semestre do ano, altura em as medidas de apoio à economia na sua configuração atual irão expirar.

Portugal: valor acrescentado bruto por setores

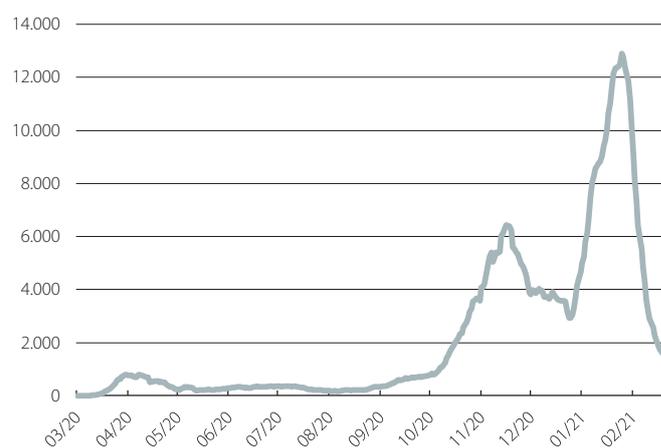
Variação anual (%)



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

Portugal: novos casos de COVID-19

Casos (média móvel de 7 dias)

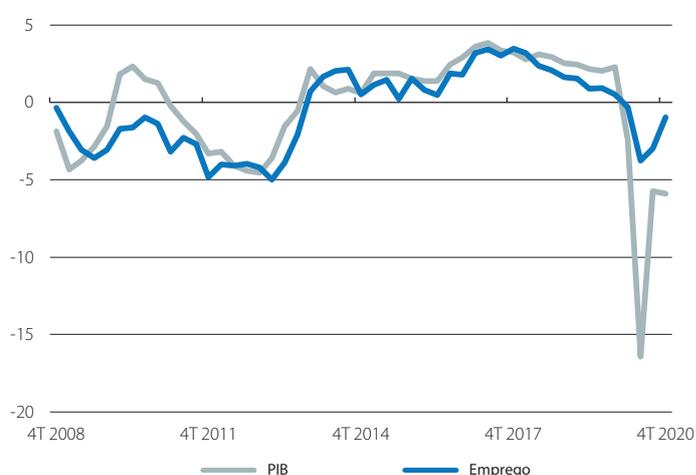


Nota: Último dado de 25 de fevereiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Direção-Geral da Saúde.

Portugal: atividade económica e emprego

Variação homóloga (%)



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

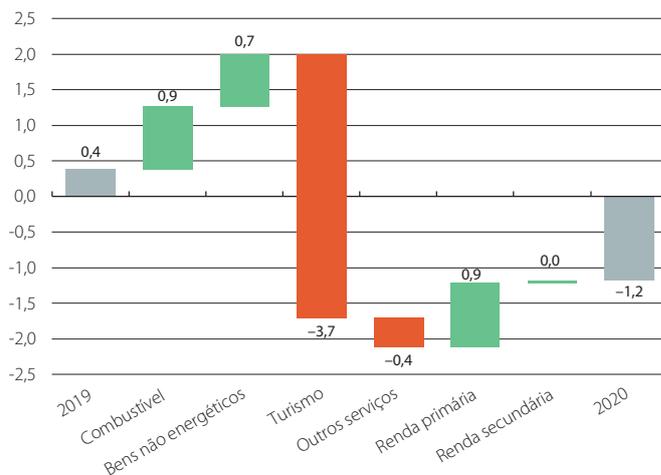
Défice corrente em 2020 devido ao colapso do turismo em Portugal. O défice da balança corrente ascendeu a 2.377 milhões de euros, equivalente a 1,2% do PIB, em comparação com o superavit de 0,4% em 2019. A principal razão para esta deterioração foi a redução do superavit da balança dos serviços, para 4,3% do PIB (-4,1 p.p. inferior à de 2019), como consequência da forte queda do turismo internacional, enquanto o défice da balança de bens melhorou para -6% do PIB. Por seu turno, o saldo da balança de capital aumentou 862 milhões de euros, para +2.633 milhões (equivalente a +1,3% do PIB), suportado pelo aumento das receitas de fundos comunitários. Isto permitiu à economia portuguesa manter uma capacidade positiva de financiamento externo, que poder-se-á incrementar na expectativa do impacto do Next Generation EU e alguma recuperação do turismo em 2021.

O turismo foi severamente afetado pela COVID-19 em 2020. O número de dormidas desceu vertiginosamente para níveis de 1993 e as receitas totais dos estabelecimentos de alojamento turístico caíram para mínimos históricos desde que existem registos (2013), com uma redução homóloga de 66,1% para 1.457 milhões de euros. O mercado externo representou o maior contributo para estes valores: enquanto que o número de hóspedes residentes diminuiu 39,2% para 6,5 milhões, os hóspedes não residentes registaram uma queda de 76% para 4 milhões. Os países que mais diminuíram o fluxo de turistas para Portugal foram a Irlanda (-89,6%), os EUA (-87,7%) e a China (-82,8%). Em 2021 é esperada uma ligeira recuperação do setor, amparada pelo avanço das vacinações. De facto, surgiram já alguns sinais positivos para o turismo em Portugal: após o discurso do primeiro-ministro britânico sobre o processo de desconfinamento no Reino Unido, os britânicos, que representam o maior mercado emissor de turistas em Portugal (16,3%), aumentaram a procura de voos para Portugal, Espanha e Grécia em 600%, de acordo com algumas companhias aéreas.

Impacto misto da pandemia no mercado de crédito. A Carteira de crédito dos particulares cresceu 1,4% homólogo em dezembro, menos que no início de 2020 (2,3%) e com uma ligeira redução da carteira de crédito ao consumo (-0,3%). De facto, as novas operações neste segmento caíram significativamente (-17,4% no acumulado do ano), afetadas pela menor procura dos consumidores. Por outro lado, a carteira de crédito à habitação cresceu 2,1% em dezembro em termos homólogos, impulsionada pelo dinamismo das novas operações (+ 8,1% acumulado no ano) e pela aplicação de moratórias de crédito. De facto, estima-se que as amortizações de crédito à habitação tenham caído cerca de 20% em 2020. No que se refere às empresas, as novas operações aumentaram ligeiramente (0,6%) no conjunto do ano. Após os aumentos registados nos meses de maio e junho, com o início da implementação das linhas de crédito, no segundo semestre do ano foi registada uma redução nas novas operações contratadas, possivelmente afetada pela incerteza associada ao contexto atual. Em suma, a carteira de crédito a empresas aumentou 10,4% em dezembro em termos homólogos, sustentada pela adesão às moratórias (prevê-se uma redução de 25% das amortizações em 2020).

Portugal: saldo da balança corrente

Acumulado de 12 meses (% do PIB)

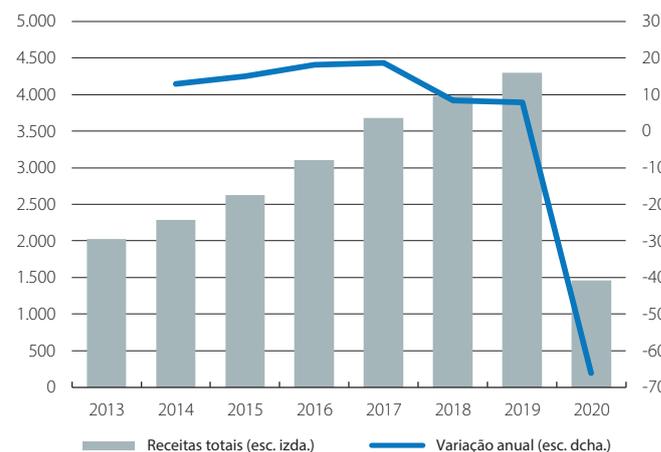


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal.

Portugal: receitas dos alojamentos turísticos

(Milhões de euros)

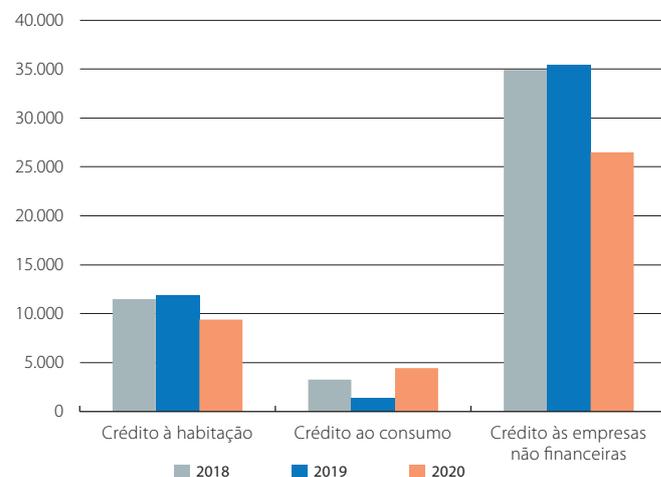
(%)



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

Portugal: amortizações de crédito

Acumulado do ano (milhões de euros)



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

Inflação em Portugal: que riscos nos aguardam?

- A inflação tem-se mantido moderada ao longo dos últimos anos e, em 2020, esta fragilidade acentuou-se.
- À medida que efeitos de 2020 relacionados com a pandemia se aliviam, a inflação irá aumentar.

Em Portugal, a inflação tem rondado os 1.1% nos últimos 10 anos, confortavelmente abaixo dos 2% que, a nível da zona Euro, corresponde à meta do Banco Central Europeu. E a inflação subjacente, que exclui as componentes mais voláteis, situou-se em média em 0.8%. Esta fraqueza intensificou-se em 2020, mas a inflação saltou para 0.3% no início de 2021. **Será que esta aceleração da inflação continuará?**

2020 foi um ano atípico em muitas vertentes, espelhado no desempenho da maioria das variáveis macroeconómicas, incluindo a inflação. Em 2020, a taxa de inflação média foi 0%, após ter estado em terreno positivo desde 2015. Descidas nos preços foram particularmente fortes nos produtos energéticos (-5%), mas a fraqueza na inflação foi generalizada ao longo da maioria do cabaz e a inflação subjacente anual foi 0%.

Muita da fraqueza verificada na inflação em 2020 é explicada pelo impacto da Covid-19. Para tal, seguimos a metodologia usada pela *Federal Reserve Bank of San Francisco*¹ que nos permitiu distinguir quais os bens e serviços do cabaz do consumidor que foram sensíveis a esta pandemia e os que não foram². A classificação resultante deste exercício está apresentada na Figura 1, onde podemos observar que, ao longo de 2020, o CPI Português foi maioritariamente arrastado pela fragilidade dos preços das componentes mais sensíveis à Covid-19. Assim, é de esperar que, caso a pandemia não traga efeitos persistentes, os preços destas componentes voltem a estabilizar no médio prazo.

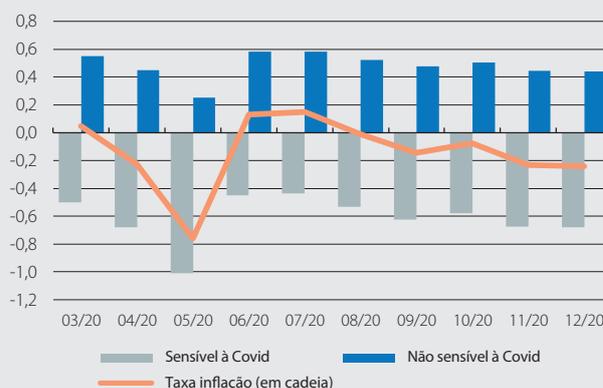
Por outro lado, 2021 começou com uma surpresa nos valores da inflação em vários países da União Europeia. A taxa homóloga da inflação harmonizada – mais comparável entre países – aumentou 1.2 pontos percentuais para 0.9% em janeiro, na Zona Euro. No entanto, em Portugal, o respetivo valor situou-se nos 0.2%, uma subida de 0.5 pontos percentuais, mas longe de ser tão acentuada como, por exemplo, em Itália, França ou Alemanha. Estes países apontam o adiamento da época de saldos, que diminuiu o impacto negativo da rubrica «Vestuário e Calçado», como

1. Veja A.H. Shapiro (2020). «Monitoring the inflationary effects of Covid-19». FRBSF Economic Letters.

2. No artigo «COVID-19 e inflação: um impacto estatisticamente significativo» (IM12/2020), implementámos esta metodologia para analisar os desenvolvimentos da inflação em Espanha e na Zona Euro. Em particular, dizemos que uma componente i é sensível à COVID-19 se o parâmetro β_1 na equação $\pi_{t,i} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} * COVID_t + u_{t,i}$ é significativamente diferente de 0. $\pi_{t,i}$ é a variação homóloga do preço da componente i , $COVID_t$ é uma variável binária que toma o valor 1 a partir de março de 2020 e 0 caso contrário e $u_{t,i}$ é o termo de erro.

Portugal: Contribuição para a taxa de inflação por setores

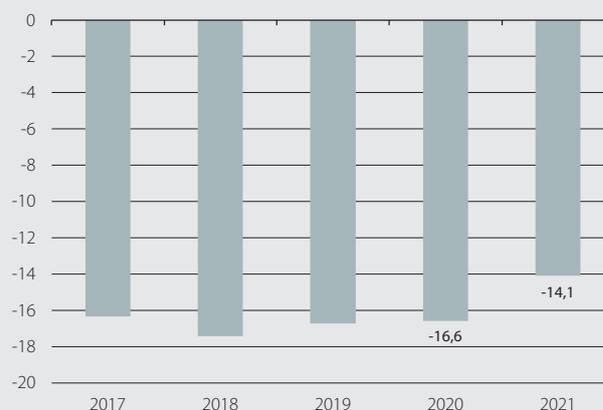
Pontos percentuais



Fonte: BPI Research, com dados do INE.

Portugal: Vestuário e Calçado - Janeiro

Variação mensal (%)



Font: BPI Research, com dados do INE.

grande contribuição destes aumentos. Além do mais, países como a Alemanha adotaram políticas fiscais de redução temporária do IVA, que foram revertidas no início de 2021 e que têm, naturalmente, um impacto ascendente no crescimento dos preços.

Em contraste, em Portugal, como se pode verificar na Figura 2, o adiamento da época de saldos teve um efeito diminuto na normal evolução dos preços da referida rubrica em janeiro, o que pode explicar o porquê da inflação registada em Portugal não ter sido tão acentuada como a da Zona Euro. Contudo, existe um facto que efetivamente fez aumentar os preços tanto na zona Euro como em Portugal: a mudança nos ponderadores do cabaz de preços do consumidor. De forma a que o «capaz de consumo» se mantenha representativo, as agências estatísticas atuali-

zam estes ponderadores todos os anos, tendo em consideração as mudanças nos padrões de consumo que os agregados familiares exibiram no ano anterior. Em 2020, os padrões de consumo foram afetados pela Covid-19 e, deste modo, os bens e serviços que foram consumidos mais durante a pandemia ganharam peso. Esta mudança nos ponderadores puxará para cima a inflação em 2021. Como a Figura 3 indica, as categorias que registaram uma maior inflação média em 2020 aumentaram mais, em média, o seu peso no cabaz, quando comparadas com as que registaram menor inflação. Neste sentido, esta mudança nos ponderadores aumenta artificialmente a inflação. Caso os ponderadores se tivessem mantido inalterados em 2021, a inflação em janeiro teria sido -0.24% . É interessante notar que esta relação não é tão pronunciada como na Alemanha, por exemplo, podendo isso também explicar o menor aumento em Portugal. Esta mudança nos ponderadores pode começar a desaparecer à medida que os padrões de consumo se tornem mais normais – menos distorcidos pela pandemia. A acrescentar a isto, uma vez que no ano passado a tendência na evolução dos preços em Portugal foi maioritariamente decrescente, valores maiores de inflação em 2021 devem ser interpretados com alguma cautela. A título de exemplo, se a inflação aumentar ao ritmo histórico (de 2001 a 2019), haverá meses em 2021 com uma taxa homóloga superior a 1.8% , o que já não acontece desde 2012 – o chamado efeito «yo-yo». Também, a evolução do processo de vacinação levará, caso tudo corra bem, à abertura de certas atividades (como viagens, concertos, restaurantes...) que poderá causar um aumento de gastos ou uma procura superior à oferta em alguns setores, originando um aumento temporário dos preços. Acresce que o preço do barril de brent tem voltado a subir para valores do pré-pandemia, e como tal também é esperado um aumento do preço dos produtos energéticos.

2020 foi marcado por uma série de eventos que trouxeram a inflação para baixo e, em 2021, vamos assistir, muito possivelmente, à reversão desses mesmos eventos. Uma vez que partimos de uma base baixa, é possível que, por vezes, os valores da inflação possam indicar um crescimento anormal dos preços, mas estes devem ser sempre olhados com alguma reticência.

Portugal: Mudança nos ponderadores

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com dados do INE.

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	12/20	01/21	02/21
Índice coincidente para a atividade	0,9	-5,3	-3,1	-6,3	-6,6	-5,1	-4,7	-4,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-7,0	-1,4	-23,5	-0,7	-2,5	-4,6	-6,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-4,6	-24,8	-19,1	-14,5	-14,3	-14,7	-14,1
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	5,9	-0,7	2,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	...	...
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	9,0	6,9	6,0	6,0	6,1	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-75,7	3,2	-29,7	-57,6	-75,7	-75,7	-79,9	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	5,8	-36,9	-37,2	-18,0	-17,2	-18,3	-21,3
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,8	3,0	-12,9	-2,2	-3,2	-3,9	-11,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,0	-5,4	-3,3	-7,1	-7,1	-4,0	-2,8	-1,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-8,6	-27,7	-26,9	-26,2	-26,2	-25,7	-24,4
Mercado de trabalho									
População empregada	1,0	-2,0	-0,3	-3,8	-3,0	-1,0	-1,7	-3,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,8	6,7	5,6	7,8	7,1	6,8	7,2	...
PIB	2,5	-7,6	-2,2	-16,3	-5,7	-6,1	...	...	...

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	12/20	01/21	02/21
Inflação global	0,3	0,0	0,4	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,3	0,5
Inflação subjacente	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,7

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	12/20	01/21	02/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	1,5	-6,8	-7,8	-10,2	-10,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-15,2	2,8	-7,6	-12,0	-15,2	-15,2	...	...
Saldo corrente	0,8	-2,4	0,7	-0,2	-2,2	-2,4	-2,4	...	...
Bens e serviços	1,6	-3,6	1,1	-0,6	-3,0	-3,6	-3,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,2	-0,3	0,4	0,8	1,2	1,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,6	0,3	2,9	2,4	0,3	0,3	0,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	6,4	9,0	9,2	10,1	10,1	...	...
À vista e poupança	14,8	18,8	17,6	20,1	18,4	18,8	18,8	...	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	-3,2	-1,0	0,4	1,4	1,4	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-17,1	-10,4	-15,7	-13,8	-17,1	-17,1	...	...
TOTAL	5,2	9,1	5,7	7,9	8,2	9,1	9,1	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-0,1	4,6	0,5	0,5	2,1	4,6	4,6	...	...
Empresas não financeiras	-3,7	10,4	-2,6	1,0	4,4	10,4	10,4	...	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	-0,7	-0,1	0,7	2,1	2,1	...	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	15,0	1,5	1,3	-1,2	-1,2	...	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,3	-4,9	-9,7	-5,7	-4,3	-4,3	...	...
TOTAL	-0,3	4,3	0,2	0,1	1,8	4,3	4,3	...	...
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.

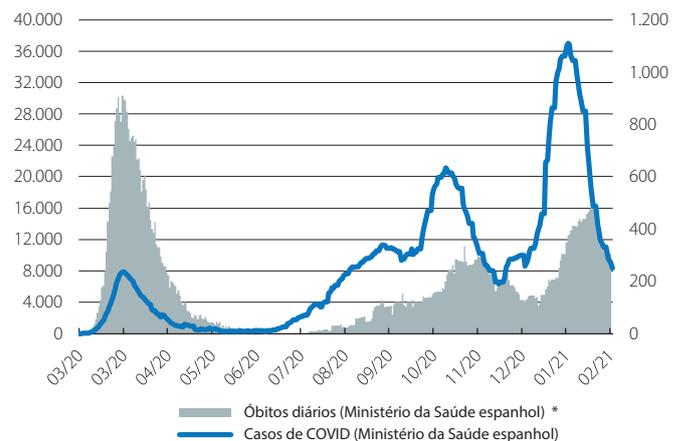
Espanha enfrenta um primeiro trimestre do ano ainda muito condicionada pela COVID-19

Um primeiro trimestre de 2021 marcado pela COVID-19. O mês de fevereiro decorreu sem grandes notícias sobre as perspetivas económicas da economia espanhola em 2021, para a qual continuamos a esperar um crescimento de 6%, em média. Especificamente, os indicadores de atividade mais recentes sugerem uma estagnação ou ligeiro recuo do PIB no 1T. Esta é uma situação que não nos surpreende, considerando que a maior parte das restrições à mobilidade permaneceram praticamente inalteradas no decorrer deste trimestre. A pandemia diminuiu a sua intensidade em fevereiro – a incidência acumulada de 14 dias caiu para um valor inferior ao nível de risco extremo (250 casos por 100.000 habitantes) pela primeira vez em dois meses e a pressão hospitalar continua a cair – sendo que no 1T é de esperar um nível de restrições semelhantes ao do 4T 2020. Neste sentido, o nosso cenário contempla um 1T com uma economia condicionada pelas restrições e por uma recuperação a partir da primavera com a vacinação dos grupos de maior risco. De facto, convém lembrar que a população com mais de 60 anos representa a maior parte dos ingressos hospitalares e entradas em unidades de cuidados intensivos (cerca de 70%) e dos óbitos (mais de 90%), com apenas 20% das infeções. Portanto, a vacinação destas faixas etárias é fundamental para que as restrições possam ser aliviadas posteriormente de uma forma muito mais generalizada. Um sinal encorajador é que a taxa de vacinação começou a acelerar, apoiada pelo crescente volume de envios para Espanha das vacinas da Pfizer e da AstraZeneca.

Os dados mostram uma atividade que resiste mas que não melhora. Os dados mais recentes estão em linha com um ritmo de atividade no 1T semelhante ao do 4T. Assim, o indicador CaixaBank de consumo – que mede as despesas com cartões emitidos pelo CaixaBank, as despesas de não clientes em TPAs do CaixaBank e os levantamentos de dinheiro em caixas automáticas do CaixaBank – mostra uma queda homóloga de 11% em fevereiro, um número ligeiramente inferior ao de janeiro (-8%) e que nos remete para novembro do ano passado (também -11%). Os dados de mobilidade para os locais de trabalho continuaram em níveis abaixo do 4T 2020, apesar de uma ligeira melhoria registada este mês. Finalmente, o PMI dos serviços continuou em níveis de contração em fevereiro (43,1 pontos), enquanto o PMI das indústrias regressou à zona de expansão (52,9 pontos em fevereiro e 49,3 em janeiro) com o maior registo desde julho de 2020. Sendo assim, no seu conjunto, estes dados indicam que a economia espanhola continua a desacelerar no 1T.

Queda no mercado de trabalho em fevereiro. Após vários meses em que o mercado de trabalho mostrou uma resiliência maior que a esperada, em fevereiro a fragilidade do setor dos serviços teve um maior impacto: queda do número de inscritos em termos ajustados de sazonalidade (-30.000 no conjunto da economia e -49.000 no setor dos serviços) sendo que o desemprego registado aumentou (+20.000) e superou os 4 milhões de pessoas. Da mesma forma, o número de empregados em regime

Espanha: novos casos confirmados e óbitos diários (Casos confirmados)* (Óbitos diários)**



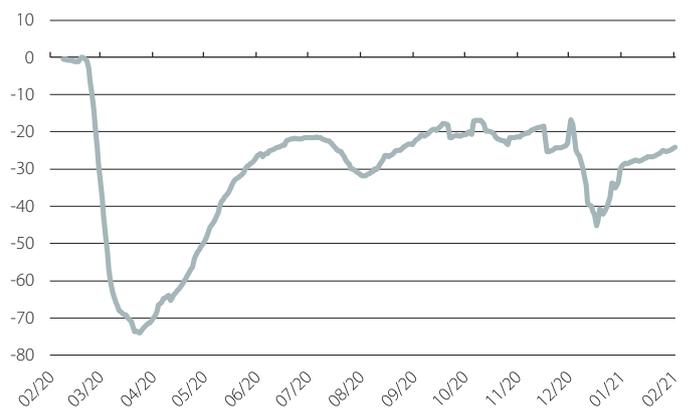
Notas: São mostradas médias de 7 dias de contágios e óbitos.

* Positivos com 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 de Espanha.

Espanha: mobilidade da população para os locais de trabalho

Variação em comparação com o nível base* (%)

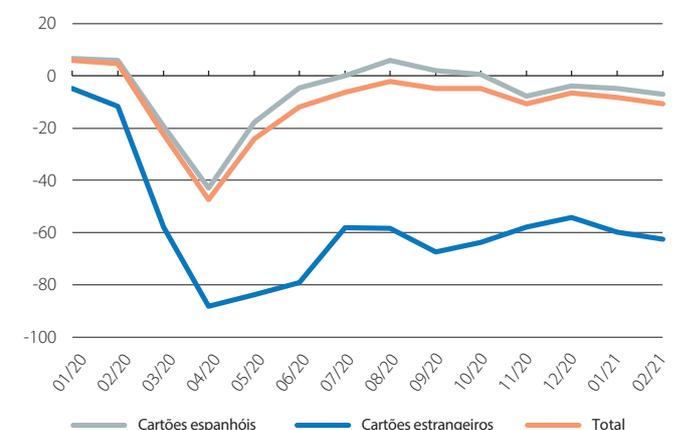


Nota: Dados com base numa média de 14 dias. (*) O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Google MobilityReport.

Espanha: indicador CaixaBank de consumo*

Variação homóloga (%)



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

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

de "Layoff" ERTE aumentou para 928.000 no final de janeiro (revisão de +189.000), tendo-se situado em cerca de 900.000 no final de fevereiro, enquanto os inscritos que não estão em "Layoff" ERTE desceram 6,8% em termos homólogos em fevereiro (uma descida em comparação com os -6,0% registados em janeiro). Para os próximos meses, prevemos que o mercado de trabalho continuará fortemente afetado pela pandemia e com um desempenho desigual entre os setores, com melhorias graduais nos setores menos afetados pelas restrições à atividade (como a indústria e a construção) e com um desempenho mais modesto nos setores mais afetados (como a restauração e o comércio).

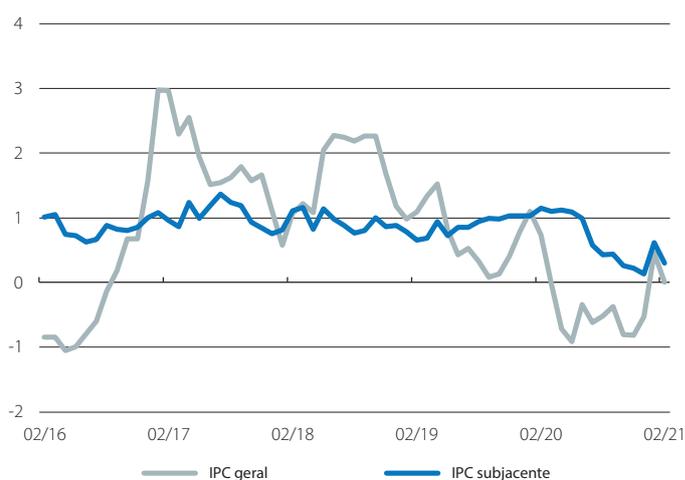
Queda da inflação após o forte aumento de janeiro. Em janeiro foi registado um forte aumento da taxa de inflação, que passou de -0,5% em dezembro do ano passado para 0,5% devido à forte subida da energia. Esta subida diluiu-se em fevereiro provocando uma queda da inflação para 0%, embora esta queda não tenha sido registada apenas nas componentes energia, pois o indicador subjacente (que exclui a energia e os alimentos não processados) caiu 3 décimas para 0,3%. Para o resto do ano, será provável observar volatilidade na inflação à medida que se comecem a diluir vários efeitos de base relacionados com a pandemia. Um dos efeitos de base de maior destaque é o dos baixos preços do petróleo, que no início de 2021 regressou a níveis anteriores à pandemia, mas que na primavera de 2020 caiu para menos de 30 dólares.

Queda do saldo da balança corrente em 2020, apesar de se manter o superavit externo. Especificamente, o saldo da balança corrente situou-se em +0,7% do PIB (8.000 milhões de euros), em comparação com os +2,1% em 2019 (26.600 milhões de euros). Especificamente, o saldo da balança corrente situou-se em +0,7% do PIB (8.000 milhões de euros), em comparação com os +2,1% em 2019 (26.600 milhões de euros). Pelo contrário, o superavit da balança de serviços deteriorou-se consideravelmente face à enorme queda registada no setor do turismo, cuja balança externa caiu mais de 80% no ano passado. Para mais detalhes consulte o Focus «COVID-19 e comércio externo: um impacto assimétrico» nesta edição.

A dívida pública fechou 2020 em 117% do PIB, sendo que o défice reduzirá mas permanecerá em níveis elevados em 2021. A dívida situou-se em 1,3 biliões de euros, o que representa um aumento ligeiramente acima de 122 mil milhões de euros. Em termos do PIB, a dívida atingiu 117,1%, ou seja +21,6 p.p. em comparação com o final de 2019. Trata-se de um aumento muito significativo, embora lógico, num contexto de pandemia. Este dado final situou-se ligeiramente abaixo das projeções divulgadas pelo Governo (118,8% do PIB) graças a um crescimento económico superior ao previsto no segundo semestre do ano passado. Por sua vez, esperamos que o défice público se tenha situado cerca dos 11% do PIB no ano passado (o dado definitivo será divulgado no final deste mês de março), um valor muito elevado mas ligeiramente melhor que o esperado graças a uma recuperação mais acentuada das receitas fiscais que a prevista no segundo semestre de 2020. Para este ano, a recuperação económica dará um pouco mais de margem para as contas públicas, embora esteja previsto que a despesa pública total se mantenha em níveis semelhantes aos de 2020, razão pela qual o défice continuará a ser significativo.

Espanha: evolução do IPC

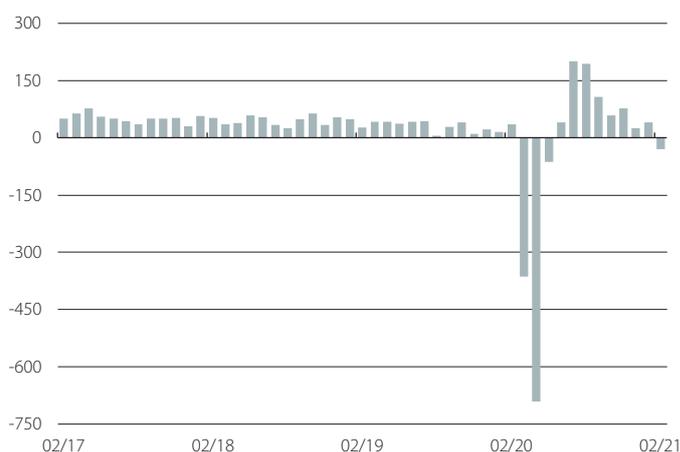
Varição homóloga (%)



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

Espanha: inscritos na Seguranga Social *

Varição mensal (milhares de pessoas)

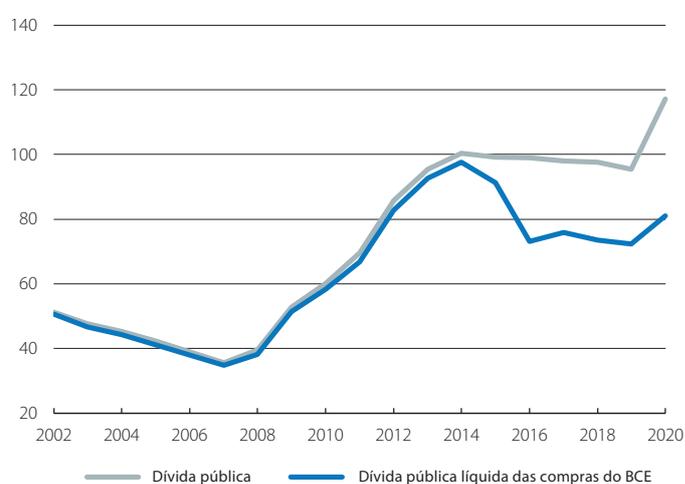


Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério do Trabalho, Migrações e Seguranga Social de Espanha.

Espanha: dívida pública

(% do PIB)



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

COVID-19 e comércio externo: um impacto assimétrico

A pandemia causou uma queda acentuada no comércio internacional e no turismo em 2020, o que levou a uma forte contração nas exportações de bens e serviços. No entanto, a balança corrente espanhola manteve-se positiva, tendo fechado o ano com um superavit de 0,7% do PIB.

A resposta com várias velocidades do comércio internacional face à COVID-19

Em 2020, tanto as exportações de bens e serviços como as importações caíram significativamente, 20,9% e 17,8%, respetivamente, mas com dinâmicas subjacentes distintas.

Por um lado, o setor dos serviços fechou o ano com uma queda no saldo externo de cerca de 38.000 milhões de euros (cerca de 3 p.p. do PIB). Esta queda reflete praticamente na sua totalidade o ano *horribilis* do turismo, cujo superavit externo caiu cerca de 37.000 milhões (de 46.000 milhões em 2019 para 9.000 milhões em 2020). No entanto, nem tudo foram más notícias: os serviços não turísticos conseguiram manter um saldo positivo (embora ligeiramente inferior), também reflexo da crescente consolidação da sua competitividade internacional nos últimos anos¹.

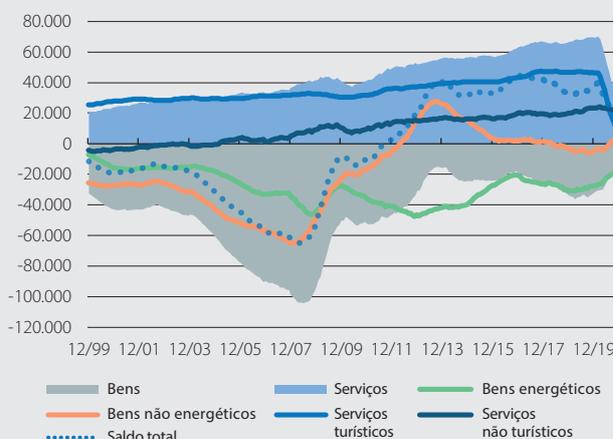
Por outro lado, a balança de bens revelou um comportamento bastante diferente e compensou parte do colapso dos serviços turísticos; e, a balança energética conseguiu reduzir o seu défice em cerca de 11.000 milhões de euros para níveis que não eram observados desde 2004, principalmente devido à queda do preço do petróleo. Contudo, destaque também para a evolução da balança de bens não energéticos, cujo saldo melhorou 7.500 milhões de euros e terminou em superavit. Esta melhoria foi reflexo de uma contração das exportações (-8,3%, ou 22.700 milhões de euros) inferior à das importações (-10,9%, ou 30.200 milhões de euros).

Uma história de dois setores afetados pela COVID-19

Dentro da balança de bens não energéticos, destaque para a evolução positiva dos setores alimentar e automóvel. O primeiro aumentou o seu superavit comercial em cerca de 4.000 milhões de euros e ultrapassou pela primeira vez a barreira dos 20.000 milhões de euros. Esta melhoria resulta não só da queda das importações (-7,9%) mas também pelo facto das exportações terem aumentado 5,3%, reflexo de fatores conjunturais e da melhoria competitiva do setor a nível internacional². Por outro lado, embora as exportações do setor automóvel tenham caído 10,2% no conjunto de 2020, este número está fortemente condicionado pelo colapso ocorrido durante a primavera devido às medidas severas de contenção implementadas durante a

Evolução histórica dos saldos acumulados de bens e serviços

(Milhões de euros)



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

primeira vaga (contração de quase 90% em abril). Em contrapartida, destaque para a forte recuperação das exportações do setor a partir de junho (no conjunto do segundo semestre, as exportações conseguiram registar um crescimento homólogo de 7,2%). Entretanto, a fragilidade da procura interna provocou uma quebra abrupta das importações do setor durante 2020 (35,2% em comparação com 2019). O setor fechou o ano com um saldo superior a 15.000 milhões de euros (valor que não alcançava desde 2016), o que representa uma melhoria de cerca de 4.000 milhões de euros em comparação com 2019.

Assim, em conjunto, a perda de 37.000 milhões de euros do superavit do turismo foi parcialmente compensada pela melhoria da balança energética, por uma certa resistência às exportações de bens (especialmente alimentos e automóveis) e pela contração da procura interna e das importações. Para 2021, com uma recuperação da procura interna e do preço do petróleo, as nossas previsões sugerem uma deterioração da balança energética de cerca de 5.000 milhões de euros. Além de manter os sinais positivos do setor exportador, a capacidade de reativação do turismo será fundamental. Se as nossas projeções de reativação incompleta mas significativa forem cumpridas, o superavit da balança de serviços recuperará cerca de 16.000 milhões de euros e o saldo total da balança corrente poderá oscilar em torno de +1,5% do PIB, um valor ainda cerca de 10.000 milhões inferior aos dos superavits anteriores à pandemia.

Na física, a energia cinética – aquela que um corpo possui devido ao seu movimento relativo – é definida como o trabalho necessário para acelerar o corpo a uma determinada velocidade. Em 2021, a recuperação da balança corrente seguirá uma equação semelhante: a sua velocidade de recuperação será determinada pelo ritmo de produção de vacinas e pelo sucesso dos programas de vacinação na Espanha e na UE.

1. Ver o Focus «O auge das exportações de serviços não turísticos» na IM/2016.

2. Destaque para o auge das exportações causado pela peste suína na China, efeito que deve diminuir ao longo de 2021. Além disso, no contexto da pandemia, também se deu um forte aumento nas exportações de cítricos. Ambos os efeitos devem dissipar-se em 2021. Ver o Artigo Setorial «A resiliência das exportações agroalimentares espanholas», publicado em outubro de 2020.

Grandes e não tão grandes no e-commerce do setor retail

- A pandemia acelerou o crescimento do e-commerce no setor retail. Inclusive com a reabertura do canal presencial na segunda metade de 2020, este crescimento manteve-se consideravelmente acima dos registos anteriores à pandemia.
- Apesar da contribuição dos novos participantes ter tido os seus altos e baixos ao longo do ano, em termos gerais esta contribuição foi importante.

A irrupção da COVID-19 pressupôs uma alteração de paradigma em muitos aspetos da economia, como por exemplo o dos hábitos de consumo e, especificamente, o do e-commerce no setor retail¹. Como mostra o primeiro gráfico, elaborado com dados internos de pagamentos com cartão em terminais TPA do CaixaBank, o e-commerce no setor retail subiu significativamente entre finais de março e o mês de abril, tendo atingido níveis de crescimento sem precedentes. Após abrandar com o relaxamento das medidas de restrição à mobilidade e com a consequente reabertura das lojas, o crescimento manteve-se durante a segunda metade de 2020 consideravelmente acima dos registos observados no período anterior à pandemia.

Uma pergunta pertinente que podemos formular ao conhecermos estes dados é a forma como contribuíram para o crescimento do e-commerce as lojas que já vendiam através do canal online antes da pandemia e os novos participantes neste canal de vendas.

Tal como regista o segundo gráfico, durante a primeira parte do ano (desde janeiro até meados de março) a contribuição dos participantes foi aumentando a um ritmo constante. No entanto, após a declaração do estado de emergência, a tendência para a subida estagnou completamente.

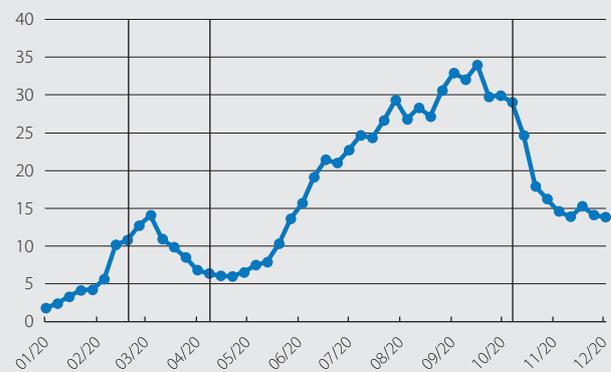
Sob o nosso ponto de vista, existem duas hipóteses não exclusivas que poderão explicar esta alteração de tendência. Por um lado, o confinamento domiciliário e as consequentes restrições à mobilidade impediram que muitas lojas que tivessem querido abrir o canal online o pudessem fazer por motivos operacionais². Por outro lado, também não se pode descartar que parte dos novos consumidores que se integraram no mundo do e-commerce durante o confinamento domiciliário, ao não estarem habituados a este canal de vendas, optassem pelas lojas mais conhecidas que lhes transmitiam maior confiança³. De facto, é possível intuir parte deste efeito no terceiro gráfico, onde é revelado que o peso das 10 lojas que mais faturaram em

Espanha: despesa em e-commerce no setor retail (Variação homóloga)



Nota: Foi aplicada à série uma média móvel simples de quatro semanas.
Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Espanha: contribuição dos novos participantes para o crescimento do e-commerce no setor retail (%)



Nota: Para calcular a série, primeiro são selecionadas as lojas que não faturaram nada em 2019 mas que o fizeram em 2020. A seguir, para cada semana de 2020 divide-se a faturação destas lojas pelo aumento da faturação total de 2019 a 2020 nessa mesma semana. A parte complementar da série será a contribuição destas lojas já presentes em 2019. Foi aplicada à série uma média móvel simples de quatro semanas.
Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

e-commerce no setor retail durante 2019 (top 10, daqui para a frente)⁴ aumentou consideravelmente com o início do confinamento domiciliário em março.

3. Outra possibilidade poderá ser a diferença no posicionamento web entre as lojas com um longo percurso na venda online e os novos participantes. A este respeito, é provável que os consumidores menos habituados a comprar online tenham optado pelas lojas melhor posicionadas na lista de resultados dos principais motores de busca.

4. Ao contrário dos dois primeiros gráficos onde são utilizados os pagamentos com cartão em terminais TPA do CaixaBank, para elaborar o terceiro gráfico são utilizados os pagamentos com cartões emitidos pelo CaixaBank. Desta forma podemos registar as lojas que têm o seu TPA registado fora de Espanha.

1. O comércio retalhista ou retail é definido como o conjunto de lojas de têxtil, sapatarias, joalharias, móveis, livrarias e papelarias, eletrodomésticos, desporto e grandes superfícies. Não estão incluídas as lojas de alimentação devido ao facto do consumo de bens de primeira necessidade ter mostrado um comportamento muito distinto do restante, desde que eclodiu a pandemia (ver o Focus «Analisando o consumo privado durante a crise da COVID-19» na IM07/2020).

2. Para além de adquirirmos os conhecimentos necessários, também são muito relevantes no mundo do e-commerce aspetos operacionais como, por exemplo, desenvolver um sistema de logística eficaz e possuir uma equipa (redes sociais, SEO, SEM, etc.) que se encarregue das tarefas administrativas e do marketing digital.

Numa terceira fase do ano, na fase de levantamento de restrições e de «nova normalidade» (a partir de maio), houve uma nova alteração. Com o levantamento progressivo das restrições, as lojas que viram travada a sua vontade de abrir o canal *online* durante o confinamento domiciliário, puderam então fazê-lo⁵. Esta intuição encontra-se claramente refletida no segundo gráfico, onde a contribuição dos novos participantes recuperou a tendência ascendente que tinha experimentado no período anterior à pandemia. Ao mesmo tempo, a outra face da moeda também poderá ser observada no terceiro gráfico, onde se verifica que durante este período o peso do *top 10* se manteve acima do nível anterior à pandemia, mas abaixo do máximo registado durante o confinamento domiciliário.

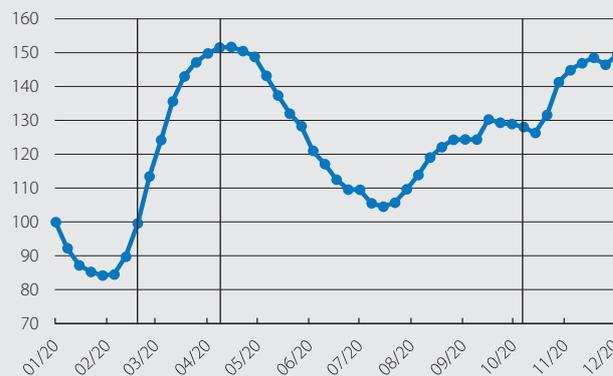
A história do *e-commerce* no setor *retail* durante 2020 não termina aqui: ainda nos resta uma última fase do ano por analisar, com a campanha de descontos de novembro que termina na última semana do mês com os descontos do *Black Friday* e o início da campanha de Natal. No segundo gráfico podemos verificar como neste período teve lugar uma nova perda de dinamismo entre os novos participantes. Esta alteração poderá ser explicada pela capacidade das grandes lojas em *e-commerce* realizarem campanhas de promoção mais agressivas que os novos participantes, castigados muitos deles pela queda de vendas no canal presencial. Novamente, esta intuição é confirmada no terceiro gráfico, onde se verifica como a partir de novembro o peso do *top 10* subiu e convergiu com o pico registado durante o confinamento domiciliário.

Definitivamente, a pandemia provocou muitas alterações em 2020 que provavelmente se manterão no tempo. Uma delas afeta o *e-commerce* no setor *retail*, cujo crescimento acelerou fortemente. Apesar da contribuição dos novos participantes ter tido os seus altos e baixos ao longo do ano, em termos gerais esta contribuição foi importante. De facto, este canal de vendas foi o principal mecanismo para compensar a queda de faturação do canal presencial dos novos participantes na venda *online* e, neste sentido, o mais provável é que a curto e médio prazo existam cada vez mais lojas que adiram ao *e-commerce*.

5. Esta vontade não nos deveria admirar, pois o surto da pandemia demonstrou como o canal *online* representava uma compensação para a queda significativa das vendas resultantes do canal presencial.

Espanha: peso do top 10 na faturação total e-commerce do setor retail

Índice (100 = janeiro 2020)



Nota: Para calcular a série, primeiro são selecionadas as 10 lojas que mais faturaram em 2019. A seguir, para cada semana de 2020 divide-se a faturação dessas lojas pela faturação total nessa mesma semana. Foi aplicada à série uma média móvel simples de quatro semanas.
Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

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
Indústria									
Índice de produção industrial	0,7	-9,4	-6,4	-24,3	-4,9	-1,9	-3,7	-0,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-5,4	-27,8	-11,9	-11,0	-11,7	-10,6	-6,6
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	48,2	39,4	51,4	51,1	49,8	51,0	49,3
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	0,1	-12,5	-19,1	-19,9	-18,2	-19,5	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-13,1	-3,7	-12,3	-18,2	-18,1	-17,9	-17,7	...
Preço da habitação	5,1	2,3	3,2	2,1	1,7	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,8	-1,0	-22,8	-50,7	-72,5	-72,8	-77,1	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	42,5	28,4	47,3	43,0	39,5	48,0	41,7
Consumo									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-3,9	-18,4	-3,4	-2,7	-3,9	-1,5	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-27,6	-68,6	-7,5	-13,2	-18,7	0,0	-51,5
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-10,3	-27,9	-26,9	-26,3	-29,0	-23,1	-23,7
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,3	-2,9	1,1	-6,0	-3,5	-3,1	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,1	15,5	14,4	15,3	16,3	16,1	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,6	-2,0	1,2	-4,4	-3,0	-2,0	-1,8	-1,9	-1,7
PIB	2,0	-11,0	-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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Inflação global	0,7	-0,3	0,6	-0,7	-0,5	-0,7	-0,8	-0,5	0,5
Inflação subjacente	0,9	0,7	1,1	1,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,6

Setor externo

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

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

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

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.

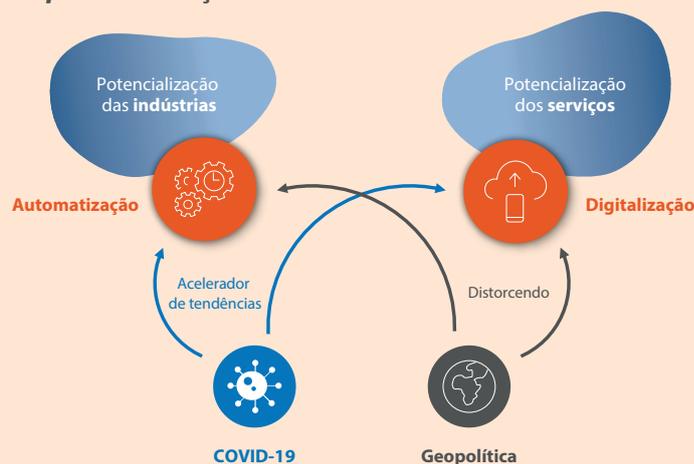
Digitalização e automatização: o que iremos produzir amanhã?

A digitalização e os avanços na automatização têm o potencial de mudar a especialização produtiva dos países: o que e como produzimos. Por exemplo, o enorme salto que as tecnologias da informação e comunicação (TIC) experimentaram a partir dos anos noventa permitiu a inúmeras empresas dividirem os seus processos produtivos e realizá-los em múltiplos países com o objetivo de aproveitarem as vantagens de especialização que lhes são oferecidas. Este processo deu origem às conhecidas cadeias de valor globais (CVG), associadas ao fenómeno de *offshoring* de inúmeros processos industriais, desde países avançados até emergentes.

Alguns dos avanços tecnológicos mais recentes têm a capacidade de gerar dinâmicas de sinal oposto. Por exemplo, neste artigo veremos que as novas formas de automatização (como robôs) podem favorecer o regresso de parte das indústrias aos países avançados. Pelo contrário, a evolução contínua das TIC e a crescente importância da digitalização parecem continuar a favorecer a «terciarização» dos países desenvolvidos, um ponto que também discutiremos com maior detalhe no artigo. Além das novas tecnologias, outros fatores como a pandemia ou o conflito tecnológico-comercial entre os EUA e a China possuem o potencial para impactarem na especialização da produção.

Face a tamanha multiplicidade de forças, é difícil prever as mudanças que as economias (em particular as avançadas) produzirão nos próximos anos mas é o que tentaremos fazer neste artigo.

Tendências e impacto na especialização produtiva dos países avançados



Fonte: BPI Research.

Nova automatização e novo consumidor: o regresso das fábricas aos países avançados?

Os robôs de hoje, equipados com inteligência artificial, com uma maior ligação digital e com um custo que diminuiu substancialmente nas últimas décadas, representam uma verdadeira revolução¹. A melhoria na produtividade destes novos robôs poderá levar ao regresso de alguns dos processos industriais que foram deslocalizados para mercados emergentes nas últimas três décadas, a fim de aproveitarem os baixos custos de mão de obra. Por outras palavras, passaríamos de uma tendência de *offshoring* para uma tendência de *reshoring*.

Contudo, de quanto poderemos estar a falar em termos de atividade industrial? Análises recentes sugerem que na próxima década as indústrias poderão aumentar em cerca de 10% nos países avançados devido às novas formas de automatização².

Um elemento que reforça esta tendência de *reshoring* das indústrias para os países avançados é a mudança que ocorreu nos consumidores destes países. Estamos a falar de consumidores mais variáveis nos seus gostos, em consequência do seu elevado grau de conectividade global. São também consumidores mais conscientes do seu impacto no meio ambiente. Ambas as características favorecem CVG mais curtas e mais próximas destes consumidores finais, pois este tipo de cadeias de produção facilita uma resposta mais rápida às alterações de gostos e também são mais amigas do ambiente ao primarem pela proximidade³.

As TIC e a digitalização: vantagem dos países avançados nos serviços

A evolução contínua das TIC (por exemplo, através do 5G) irá favorecer a comercialização internacional de um maior número de serviços: apesar do facto de a maior parte dos serviços não serem comercializáveis, as tecnologias digitais estão a possibilitar que alguns deles possam ser comercializados. Assim, no final da década de oitenta, os serviços (excluindo o turismo) representavam pouco menos de 6% do comércio internacional total, enquanto hoje esta percentagem ultrapassa os 13%. Não é por acaso que

1. O preço dos robôs em termos reais caiu para metade nos últimos 30 anos (McKinsey, 2017).

2. Abordagem baseada a partir de Krenz *et al.* (2020), que estimam que um aumento de 1 robô para cada 1.000 trabalhadores implica um *reshoring* das atividades industriais *offshored* de 3,5%, com base nas estimativas do Boston Consulting Group acerca do aumento da automatização no setor industrial: 50% na próxima década.

3. A prudência é essencial para estimar mudanças resultantes do *reshoring*. Uma das razões principais é que o *offshoring* é relativamente estável ao longo do tempo, uma vez que o estabelecimento de estratégias globais de *outsourcing* envolve o aparecimento de elevados custos irrecuperáveis por parte da empresa. Ver Antràs, P. (2020). «De-Globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age». NBER Working Paper (w28115).

projetos de engenharia, serviços de consultoria ou mesmo diagnósticos clínicos através de imagem se têm tornado serviços cada vez mais predominantes ao nível das vendas internacionais. Uma tendência que continuará graças às melhores ligações globais. Um exemplo seria a cirurgia remota graças à velocidade, rapidez e segurança das ligações 5G. Neste sentido, os países avançados, com mão de obra mais qualificada e maior experiência na produção de diversos serviços possuem uma clara vantagem sobre os países emergentes.

Por outro lado, os enormes avanços digitais abriram as portas a um mundo onde os dados e a sua utilização são um produto e/ou serviço em si, cujo aproveitamento poderá melhorar substancialmente a competitividade de muitas empresas e setores. Novamente – como no caso dos serviços mais clássicos – os países avançados, com uma força de trabalho com melhor formação e mais experiente, possuem vantagem na exploração desses fluxos de dados.

No entanto, neste ponto não podemos esquecer que países como a Índia e especialmente a China são concorrentes claros neste novo negócio dos fluxos e da exploração de dados. A título de exemplo, na China, a taxa de matrículas no ensino superior era de cerca de 3% no início da década de 1990, aumentou para 25% em 2010 e hoje em dia ultrapassa os 50%⁴. Em cada ano licenciam-se cerca de 45 milhões de estudantes universitários no país, sendo que em 2018 o número de artigos científicos, técnicos e médicos publicados por investigadores chineses ultrapassou pela primeira vez os artigos publicados por investigadores norte-americanos⁵.

COVID-19 e geopolítica: elementos disruptivos

Além da própria automatização e digitalização das economias, elementos como a atual crise do coronavírus ou a geopolítica desempenham um papel importante nas mudanças produtivas no mundo inteiro.

Especificamente, a COVID-19 tem o potencial de acelerar algumas das tendências tecnológicas. A crise da saúde tornou patente a maior resiliência das empresas mais digitalizadas e robóticas em contextos disruptivos como o atual. Neste sentido, espera-se que a médio prazo as empresas aumentem o investimento em automatização e digitalização. Como já referimos, esta situação favorecerá a *reshoring* das indústrias para os países avançados⁶, embora também tenha o potencial de aumentar os serviços que os países avançados fornecem a nível mundial⁷.

Por outro lado, atualmente as tensões comerciais e tecnológicas entre os EUA e a China são um fator geopolítico que se soma ao cocktail de fatores com claro potencial para alterar a especialização produtiva dos países avançados. O processo de separação norte-americana em relação à China, com vasto consenso bipartidário no país, poderá ter repercussões não só na economia norte-americana mas também em várias economias europeias. Se a Europa se juntar aos EUA na luta contra a ascensão tecnológica chinesa, a mesma corre o risco de sofrer um atraso no seu processo de digitalização e automatização, pois o Velho Continente possui uma dependência significativa em relação aos equipamentos chineses para desenvolver a sua rede 5G, peça chave na nova Indústria 4.0.

Em suma, após décadas em que a hiperglobalização das cadeias de produção fomentou uma forte disparidade na especialização produtiva entre os países avançados e emergentes, as novas tecnologias irão provocar uma mudança nesta especialização. Embora não esperemos uma transformação radical e abrupta, é possível que possa ocorrer uma mudança na tendência global nos próximos anos.

4. De acordo com dados do Banco Mundial.

5. World Education News and Reviews.

6. Ver Chernoff, Alex W. e Warman, C. (2020). «COVID-19 and Implications for Automation». National Bureau of Economic Research (w27249).

7. Da mesma forma, a crise do COVID-19 também poderá promover uma mudança estratégica para CVGs mais robustas (consultar o artigo «Como a COVID-19 mudará a nossa forma de produzir» no Dossier da IM04/2020).

Espanha na corrida digital

A crise do coronavírus evidenciou a relevância da digitalização em contextos disruptivos como o atual. A atividade económica resistiu melhor nos países mais digitalizados: um número maior de empresas continuou a operar nos piores momentos culminantes da pandemia, o setor público ajudou com maior eficácia e rapidez as famílias e as empresas que mais necessitavam e, nas famílias, a digitalização permitiu o teletrabalho e que os mais jovens da família pudessem continuar a sua formação à distância.

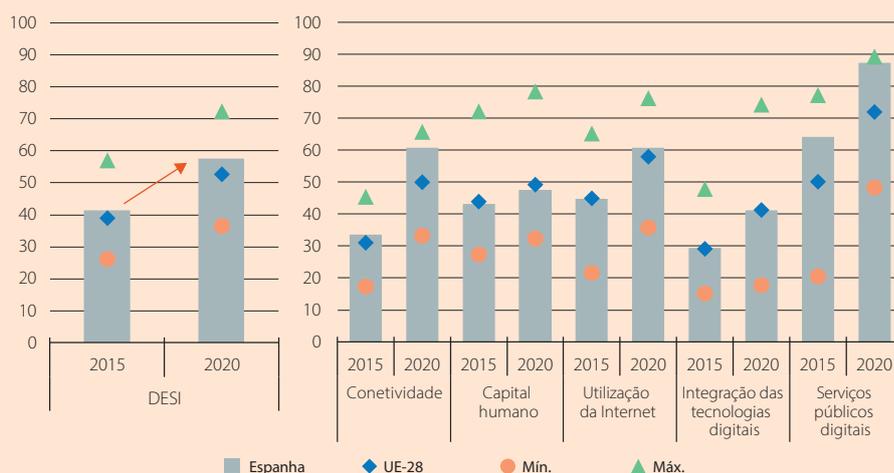
Não se trata apenas de tecnologias importantes para atenuar choques de âmbito global como o choque da pandemia; além disso, a digitalização é uma transformação fundamental na atual revolução industrial (a qual nos trará a Indústria 4.0). Em que situação se encontra a Espanha neste âmbito? Um bom diagnóstico poderá ser útil para atribuir os fundos de recuperação europeus nas áreas cuja digitalização reportará maiores retornos económicos a curto e médio prazo (assuntos que abordamos nos dois artigos seguintes deste mesmo Dossier)¹.

Digitalização: nível e ritmo de avanço significativos

Para medir a situação e o avanço de Espanha no âmbito da digitalização utilizamos o indicador DESI (Índice de Economia e Sociedade Digital), publicado pela Comissão Europeia², que além disso nos permite comparar com os principais países da UE. Trata-se de um indicador sintético que considera cinco pilares: conectividade, capital humano, utilização de serviços de Internet, integração da tecnologia digital nas empresas e serviços públicos digitais.

Espanha ocupou a décima-primeira posição na classificação DESI da UE-28 em 2020 e progride de uma forma significativa na sua transição digital. Se bem que seja natural observar uma tendência ascendente à medida que os países avançam na adoção das novas tecnologias digitais, entre 2015 e 2020 a Espanha progrediu relativamente rápido em comparação com a média da UE. De facto, Espanha é o quarto país (depois da Irlanda, Holanda e Malta) que teve o maior aumento do índice DESI nos últimos cinco anos (ver o primeiro gráfico, painel da esquerda)³. Isto está a permitir a Espanha reduzir a diferença que possui relativamente aos países nórdicos, os líderes em digitalização dentro da União.

Índice de Economia e Sociedade Digital (DESI) e as suas componentes (Nível)



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

Se começarmos a analisar as componentes do índice DESI, vemos que a Espanha se destaca em dois dos cinco pilares: a conectividade e, especialmente, os serviços públicos digitais, componente na qual ocupa o segundo posto no DESI 2020 (ver o primeiro gráfico, painel da direita). No que respeita à conectividade, Espanha é um dos países com uma maior implementação de redes de muito alta capacidade que davam cobertura a 89% das famílias em 2019 em comparação com a média de 44% na UE e de 45% em 2015 em Espanha. Além disso, a melhoria nos últimos cinco anos na cobertura de redes de alta capacidade foi claramente superior à média europeia (ver o segundo gráfico). Relativamente ao futuro, será crucial a implementação bem-sucedida da tecnologia 5G⁴, visto se tratar de uma tecnologia importantíssima para o desenvolvimento do novo paradigma industrial 4.0.

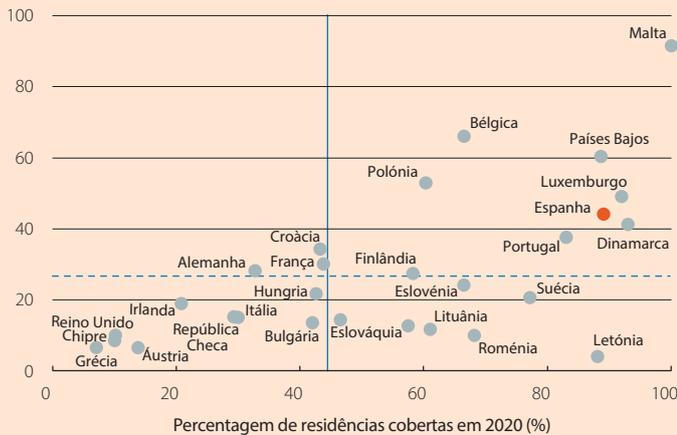
1. Ver os seguintes artigos «As políticas digitais do Next Generation EU» e «NGEU: um impulso muito oportuno para a digitalização» deste mesmo Dossier.

2. Ver <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/digital-economy-and-society-index-desi>

3. O DESI de Espanha aumentou 16,2 pontos em comparação com os 13,7 pontos da média da UE-28.

4. Em 2020, a Espanha não melhorou na preparação para o 5G porque teve que suspender os leilões das bandas de radiofrequência devido à COVID-19. No entanto, essa licitação está a ser feita nos primeiros meses de 2021. Assim, no passado dia 22 de fevereiro foram leiloados 20 MHz na banda de 3,5 GHz, uma das bandas prioritárias para a implementação de redes 5G.

Cobertura de residências com rede de alta capacidade
Taxa de crescimento 2015-2020 (%)



Nota: As linhas horizontal e vertical em azul correspondem à média da seleção de países.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do DESI 2015 e 2020.

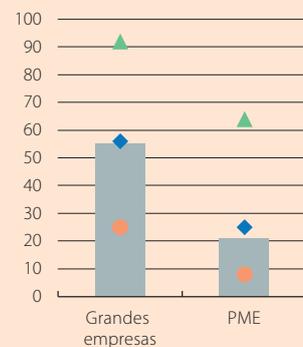
Por outro lado, a Espanha está abaixo da média da UE nos indicadores digitais relacionados com o capital humano. Se bem que exista uma melhoria em vários aspetos desta componente, é de destacar que pouco mais de 40% da população espanhola carece ainda de competências digitais básicas e 8% nunca utilizou a Internet. Portugal encontra-se também numa posição muito atrasada em termos de capital humano digital, um pouco abaixo de Espanha, o que empurra o país para a décima-nona posição no índice geral DESI, atrás da média da UE-28.

Ainda no âmbito do capital humano, destaque para o facto de um dos objetivos da Agenda Espanha Digital 2025 ser que 80% das pessoas possuam competências digitais básicas em 2025⁵, pois é imprescindível contar com uma força de trabalho com estas capacidades para poder aproveitar as oportunidades que as novas tecnologias oferecem. Além disso, as competências digitais na população são outro dos aspetos

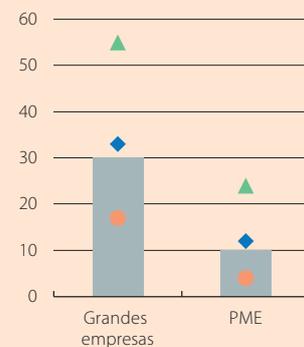
destacados pela Comissão Europeia (como a conectividade acima mencionada) como relevantes para assegurarem uma recuperação económica forte e sustentada no tempo, no contexto atual.

Finalmente, a integração das tecnologias digitais nas empresas é outro aspeto que merece uma atenção especial. Apesar de nesta componente a pontuação de Espanha no índice DESI coincidir com a média da UE, a diferença em comparação com os países líderes aumentou entre 2015 e 2020. Neste âmbito, face à relevância das pequenas e médias empresas no tecido produtivo em Espanha (superior à média da UE), é relevante analisar o grau de adoção digital por dimensão empresarial. Assim, no terceiro gráfico podemos observar que a percentagem de pequenas e médias empresas que utiliza tecnologias digitais (ou seja, compra serviços de computação na nuvem, efetua análises de big data ou realiza vendas através de comércio eletrónico) é muito inferior relativamente às empresas de maior dimensão. Além disso, a percentagem de pequenas e médias empresas espanholas que utiliza estas tecnologias é ligeiramente inferior à média da UE, uma diferença que não é observada em geral nas grandes empresas⁶.

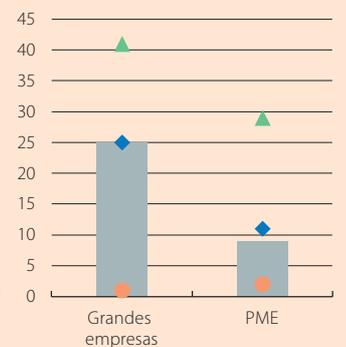
Computação na nuvem
(% de empresas)



Análise de big data
(% de empresas)



Volume de negócio do comércio eletrónico
(% do volume de negócio total)



Notas: Empresas segundo o número de trabalhadores: pequenas (10-49), médias (50-249) e grandes (mais de 250 trabalhadores). Não estão incluídas empresas com menos de 10 trabalhadores. Dados de 2018 (último ano disponível).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

É interessante o caso da compra de serviços de computação na nuvem (cloud computing), pois a adoção desta tecnologia é associada a um aumento substancial da produtividade das empresas através de vários

mecanismos que atuam ao mesmo tempo (por exemplo, trabalho colaborativo mais eficaz, menores custos de manutenção ou facilitação da utilização de outras ferramentas digitais como a CRM-gestão de relações com clientes)⁷. Apesar de se tratar de uma tecnologia com impactos comprovados sobre a produtividade e que proporciona uma vasta flexibilidade às pequenas e médias empresas, a sua utilização encontra-se limitada. Novamente, o capital humano aparece como um âmbito onde a melhoria é necessária, visto ser fundamental para a implementação das tecnologias digitais.

5. Ver <https://advancedigital.mineco.gob.es/programas-avance-digital/Paginas/espana-digital-2025.aspx>

6. Estes dados são provenientes do inquérito TIC do Eurostat.

7. Ver Andrews, D., Nicoletti, G. e Timiliotis, C. (2018, maio). «Going digital: What determines technology diffusion among firms». The 3rd Annual Conference of the Global Forum on Productivity. Ottawa, Canadá.

Digitalização: uma visão setorial

Após examinar a situação digital da economia espanhola a partir de uma abordagem agregada, é interessante ter uma perspetiva mais setorial. Primeiro, porque nem todos os setores de atividade se encontram no mesmo nível de adoção das novas tecnologias digitais. Por exemplo, as empresas espanholas dos setores mais tecnológicos, como o setor da informação e da comunicação ou as atividades profissionais, científicas e técnicas, possuem um grau elevado de penetração das tecnologias digitais e semelhante ao grau das suas homólogas europeias. Assim, 64% das empresas espanholas do setor da informação e comunicação compram serviços de computação na nuvem, a mesma percentagem da média da UE. O setor do alojamento turístico também se destaca de forma positiva: 31% das empresas do setor compram serviços de computação na nuvem (em comparação com 25% na UE) e 14% efetuam análises de *big data* (valor semelhante aos 13% da UE).

Por outro lado, as empresas espanholas dos setores tipicamente menos digitalizados, como a indústria agroalimentar ou a construção, encontram-se ligeiramente atrasadas relativamente às suas homólogas europeias. Neste sentido, nas linhas mestras do Plano de Recuperação, Transformação e Resiliência do Governo espanhol está previsto dar um impulso à digitalização de setores estratégicos: saúde, automóvel, turismo e comércio e também agroalimentar, um dos setores precisamente mais atrasados na corrida digital o qual, além disso, é muito importante para a economia espanhola.

A especialização setorial espanhola, com um elevado peso relativo de setores pouco digitalizados como o agroalimentar, não é, no entanto, a responsável pelas diferenças em digitalização que observamos relativamente à média da UE. Por exemplo, apenas 20% das diferenças em serviços de computação na nuvem podem ser atribuídas a este fator de diferenças na especialização.⁸

Definitivamente, Espanha deverá esforçar-se mais nalgumas esferas da digitalização se se quiser situar na fronteira da nova revolução industrial. Torna-se evidente que deverá melhorar as capacidades digitais dos trabalhadores e da população em geral. Além disso, é também importante incidir no processo de digitalização das empresas. Especificamente, existe um longo percurso para que as pequenas e médias empresas tirem mais proveito das enormes potencialidades que as novas tecnologias digitais oferecem.

8. Neste sentido, a diferença para com a UE é explicada pelo menor grau de digitalização dos vários setores de atividade e não pela composição setorial diferente (variação *within*, na gíria económica).

As políticas digitais do Next Generation EU

O Programa de Recuperação europeu Next Generation EU (NGEU) alicerça-se em torno de três pilares: a recuperação económica e o reforço do sistema de saúde, a transição verde e a transformação digital. O NGEU contempla mobilizar um total de 750.000 milhões de euros entre 2021 e 2023, um número sem precedentes que equivale a 5,4% do PIB da UE^{1,2}. Neste artigo, centraremos as nossas atenções nas políticas que devem impulsionar a transformação digital dos Estados-membros da UE e, em particular, da economia espanhola.

Âmbitos de ação prioritários à digitalização: uma visão europeia

A Comissão Europeia (CE) identificou um conjunto de âmbitos fundamentais para a digitalização: a qualidade das infraestruturas digitais (acesso à Internet de banda larga, implementação do 5G, etc.), o acesso a mão de obra qualificada no perímetro digital, a penetração das novas tecnologias (inteligência artificial ou IA, *big data*, computação na nuvem, etc.) nas pequenas e médias empresas, a distribuição da dimensão empresarial (peso das pequenas e médias empresas no tecido produtivo) e o grau de digitalização do setor público. No mapa em anexo resumimos as principais fragilidades que, segundo a CE, os maiores países da EU apresentam em matéria de digitalização e, portanto, os âmbitos para os quais cada um destes países deverá direcionar os seus esforços. Como é possível observar, as fragilidades que a CE identifica para o caso de Espanha correspondem às fragilidades discutidas no artigo anterior deste mesmo Dossier^{3,4}.

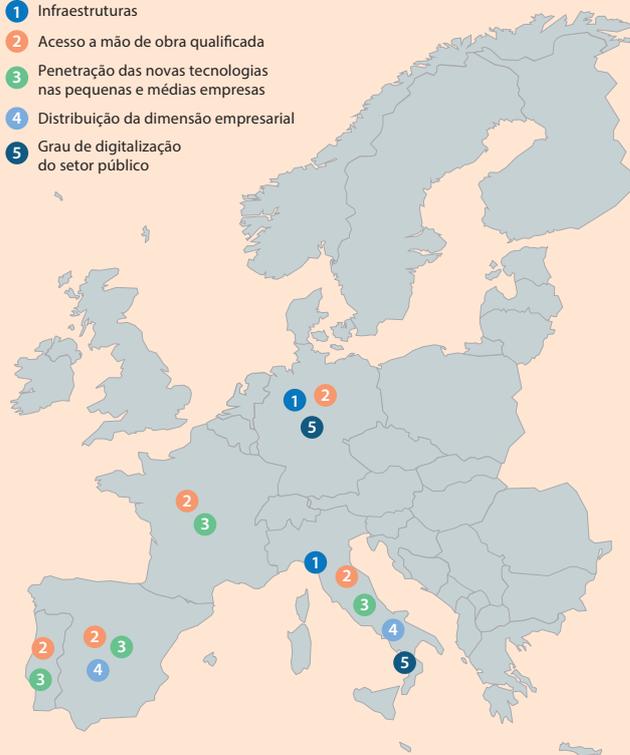
Uma fragilidade comum em todos os países é a dificuldade em encontrar mão de obra qualificada, sendo esta a razão pela qual a CE coloca um maior ênfase em políticas que impulsionem a formação da cidadania nas novas tecnologias digitais. Trata-se de um âmbito de melhoria especialmente importante para Espanha e Portugal, pois ambos os países se situam abaixo da média da UE na maior parte dos indicadores digitais relacionados com o capital humano, tal como analisámos no artigo mencionado anteriormente.

Outra área que também precisa de uma melhoria bastante generalizada segundo a CE é a utilização das novas tecnologias por parte das pequenas e médias empresas. O emprego limitado destas tecnologias (como a computação na nuvem) é particularmente preocupante em economias como a espanhola, onde as pequenas e médias empresas possuem um elevado peso dentro do tecido produtivo. Um aspeto que fica também patente na análise efetuada no artigo anterior deste mesmo Dossier.

Finalmente, é interessante mencionar o caso da Alemanha, que apesar de ser um país com um ambiente inovador significativo e com uma elevada penetração das novas tecnologias digitais no tecido produtivo, apresenta margem de melhoria em termos de infraestruturas especialmente devido à escassa taxa de cobertura das redes digitais (banda larga e 4G). Além disso, a Alemanha ainda se encontra abaixo da média europeia em termos de digitalização do setor público, um aspeto no qual a Espanha se situa na liderança exatamente atrás da Finlândia.

Âmbitos de melhoria em digitalização identificados pela Comissão Europeia

- 1 Infraestruturas
- 2 Acesso a mão de obra qualificada
- 3 Penetração das novas tecnologias nas pequenas e médias empresas
- 4 Distribuição da dimensão empresarial
- 5 Grau de digitalização do setor público



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (Assessment of Country Specific Recommendations 2020).

1. Para sermos mais precisos, o NGEU financiará obrigações de pagamentos contraídas entre 2021 e 2023, mas os fundos serão distribuídos por um período mais dilatado de tempo (2021-2026).

2. Percentagem relativamente ao PIB da UE-27 (exclui-se o Reino Unido) de 2019.

3. Ver o artigo «A Espanha na corrida digital» neste mesmo Dossier.

4. Esta ligação estreita não é surpreendente, dado que as recomendações da CE se baseiam, entre outros elementos, nos resultados do índice DESI que a própria Comissão publica e que é objeto de análise no artigo mencionado anteriormente.

A agenda digital espanhola

Após conhecermos os âmbitos de ação prioritária para o impulso à digitalização nos principais países da UE segundo a CE, analisamos as ações formuladas na economia espanhola. Especificamente, o Governo espanhol apresentou seis planos para favorecer a digitalização no país⁵:

- O Plano de Digitalização das Pequenas e Médias Empresas (que prevê um investimento público próximo dos 5.000 milhões de euros até 2023 com o objetivo de acelerar a digitalização de 1,5 milhões de pequenas e médias empresas) e o Plano Nacional de Competências Digitais (com 3.750 milhões de euros no período 2021-2023). Os dois planos apresentam ações para melhorar o desempenho da economia espanhola em duas áreas concretas: melhoria do capital humano e integração das tecnologias digitais no tecido produtivo. Em ambos os casos, a Espanha situa-se abaixo da média europeia, pelo que estes planos se apresentam como ações fundamentais.
- O Plano de Conetividade (com um investimento público de mais de 2.300 milhões de euros até 2025), que pretende estender a cobertura de Internet de banda larga de alta velocidade a todo o território espanhol e a Estratégia de Estímulo para o 5G (que mobilizará 2.000 milhões de fundos públicos até 2025) para a implementação da quinta geração de tecnologia móvel. O 5G será fundamental para favorecer a hiperconetividade e atuará como facilitador de outras tecnologias (por exemplo, o desenvolvimento da Indústria 4.0, formada por fábricas interligadas e inteligentes, ou dos veículos autónomos).
- O Plano de Digitalização das Administrações Públicas, que prevê um investimento de 2.600 milhões de euros nos próximos três anos para melhorar a acessibilidade dos serviços públicos e impulsionar a digitalização de áreas como a saúde ou a justiça. Este eixo de atuação é relevante para manter a liderança da economia espanhola neste âmbito e para melhorar a eficiência do setor público⁶.
- A Estratégia Nacional de Inteligência Artificial (com um investimento público de outros 600 milhões de euros para o período 2021-2023), cujo objetivo é fomentar a penetração desta tecnologia na economia espanhola e impulsionar a investigação científica e a inovação em IA. Afinal, a IA surge como uma das tecnologias mais relevantes nesta nova era digital. Para que o objetivo da estratégia seja possível, é necessário antes tanto o desenvolvimento de infraestruturas como também a formação da força de trabalho estipuladas nos programas anteriores.

Em conjunto, estas iniciativas preveem uma mobilização de 16.250 milhões de euros em investimentos públicos, dos quais 15.400 milhões serão financiados pelos fundos europeus do Mecanismo de Recuperação e Resiliência do NGEU^{7,8}. No total, somando a este valor outros programas de menor quantia, o Governo espanhol destinará 20.000 milhões de euros em transferências não reembolsáveis do NGEU para o capítulo digital entre 2021 e 2023 conforme avançou em outubro a ministra da Economia, cerca de um terço do total dos fundos que Espanha receberá do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (cerca de 69.500 milhões de euros).

O programa de investimentos é ambicioso e pretende impulsionar a digitalização nas principais áreas identificadas pela CE, a saber: melhorar as competências tecnológicas da cidadania e impulsionar a utilização das novas tecnologias no âmbito empresarial. Além disso, é implementado um esforço investidor para melhorar o conjunto de infraestruturas digitais e acelerar a transição digital da Administração Pública. No entanto, como é natural, o sucesso irá depender em grande medida da eficácia das políticas contempladas para alcançar os seus objetivos. O alcance europeu do NGEU é um elemento com repercussões favoráveis para a economia digital. Tal como é explicado no artigo «NGEU: um impulso muito oportuno para a digitalização» neste mesmo Dossier, as novas tecnologias digitais (especialmente a IA) são tecnologias com uma elevada capacidade de transformarem profundamente a sociedade e a economia e impulsionarem a produtividade (estas tecnologias são denominadas de «utilidade geral ou GPT», devido às suas siglas em inglês)⁹, sendo que um requisito para que uma GPT possa implementar o seu potencial de crescimento é o de alcançar uma massa crítica. Assim, o facto do impulso para uma transição para a economia digital estar a ser feito numa escala europeia em vez de uma escala nacional é um elemento que poderá ser um fator fundamental para executar esta transição com sucesso.

Finalmente, o sucesso da digitalização precisará também de outras atuações, além de um programa ambicioso de investimentos e de uma massa crítica. Em particular, será necessário adequar o quadro legislativo para dotar os atores económicos da flexibilidade necessária para adaptarem os processos produtivos ao novo ambiente digital. Na ausência destas ferramentas de flexibilidade, será muito complicado implementar o potencial de crescimento que as novas tecnologias digitais oferecem.

5. Estes planos enquadram-se na agenda Espanha Digital 2025, que detalha os principais eixos de ação contemplados pelo Governo do país em matéria de digitalização.

6. Tal como foi mencionado anteriormente neste mesmo artigo, de acordo com o índice DESI 2020, Espanha situa-se à cabeça em termos de digitalização do setor público, logo atrás da Finlândia. No entanto, convém destacar que o facto de estar na linha da frente do *ranking* não implica que não exista uma vasta margem de melhoria.

7. Este mecanismo é o principal instrumento do NGEU. Espanha receberá também 12.400 milhões em transferências do fundo REACT-EU (políticas de coesão).

8. 15.400 milhões pressupõem 1,2% do PIB de 2019, um número significativo se tivermos em conta que o peso do investimento, sem o investimento destinado à habitação residencial, era de 10,7% do PIB em 2019.

9. Exemplos de GPT são as máquinas a vapor, o caminho de ferro ou a eletricidade.

NGEU: um impulso muito oportuno para a digitalização

Após termos analisado nos artigos anteriores as necessidades digitais da economia espanhola e as políticas propostas para cobrir essas necessidades, abordamos quantitativamente, neste artigo, o impacto que o NGEU representará em termos de transformação digital. Não obstante, antes do exercício numérico é imprescindível entender a relevância das tecnologias digitais bem como as características que as costumam definir.

Tecnologias digitais: as novas «correntes» de mudança, as novas formas de «eletricidade»

As tecnologias com uma capacidade de mudarem drasticamente as sociedades são conhecidas como tecnologias de utilidade geral (ou *General Purpose Technologies*, GPT, na sua denominação em inglês). A eletricidade é um claro exemplo deste tipo de tecnologias revolucionárias. Da mesma forma, as tecnologias digitais (especialmente a IA) também são chamadas a sê-lo.

Uma característica que costuma definir as GPT nas suas fases iniciais é o atraso em mostrar um impacto real positivo sobre a produtividade. O motivo principal deste atraso é o elevado custo de implementação. Por exemplo, embora as primeiras centrais elétricas nos EUA remontem ao ano de 1881, em 1900 menos de 5% de fábricas norte-americanas se tinham adaptado à eletricidade. É que, durante os primeiros anos, o preço destas tecnologias costuma ser muito alto. Além disso, o custo da adoção das novas tecnologias costuma ser também muito elevado: é necessário fazer investimentos significativos para adquirir nova tecnologia, mas também para adaptar os processos produtivos à nova tecnologia com o objetivo de que a mesma seja plenamente eficaz. Na era digital, além de investir em *hardware*, *software* e I&D, é imprescindível o investimento em capital organizativo. Em particular, em capital humano, em processos produtivos, em práticas organizativas e inclusivamente no modelo de negócio.

Esta característica de “atraso na implementação” será superada quando se manifestarem as três características que as GPT costumam partilhar e que as dotam da sua enorme capacidade de mudança: (i) a omnipresença, (ii) o potencial para melhorias técnicas constantes e (iii) a complementaridade com outras inovações¹. Afinal, a omnipresença costuma ser alcançada quando os custos de instalação e adaptação são suficientemente baixos. Por outro lado, as complementaridades costumam manifestar-se quando existe uma massa crítica suficiente.

Precisamente, estas características que definem as GPT e que lhes conferem este potencial de mudança dificultam também a análise de impacto. De facto, os efeitos da IA sobre a produtividade são uma questão que a literatura económica ainda não explicou, embora o seu potencial seja considerado muito elevado. Fazendo uma retrospectiva, pensemos na implementação do uso da eletricidade. Assim, nos EUA, entre 1890 e 1914, período em que a utilização da eletricidade era ainda reduzida (em 1913 pressupunha, apenas, 36% do total da energia utilizada), o crescimento médio da produtividade do trabalho foi de 1,4% anual. Em contraposição, entre 1915 e 1953, período no qual a utilização da eletricidade se estendeu rapidamente (em 1953 a eletricidade já representava 85% da totalidade da energia utilizada), o crescimento médio aumentou para mais do dobro (3,5%)^{2,3}.

O investimento em intangíveis adquire maior relevo

O desenvolvimento e a implementação das tecnologias digitais e, especialmente da IA, exige um investimento importante em ativos intangíveis. Exemplos deste tipo de ativos são o *software*, as bases de dados, a inovação (através da I&D) ou o capital organizativo. Em contraposição ao capital mais tradicional (o tangível), que é composto na sua grande maioria por máquinas e edifícios, os intangíveis carecem de uma componente física.

Pois bem, tal como analisam Anderton e co-autores⁴, entre um terço e dois terços do investimento digital costuma ser investimento em intangíveis. Assim, além de precisar de uma boa infraestrutura de telecomunicações (capital físico ou tangível), a IA necessita de muitos outros ativos de caráter intangível para que os rendimentos desta tecnologia surjam plenamente. O *software* e o emprego de *big data* são tidos como certos, visto serem as entradas principais para a sua utilização mas também exigirem alterações no modelo organizativo das empresas e de investimentos substanciais em capital humano.

1. Características definidas pela primeira vez por Bresnahan, T. F. e Trajtenberg, M. (1995). «General purpose technologies 'Engines of growth'?» *Journal of Econometrics*, 65(1), 83-108.

2. Ver Bergeaud, A. *et al.* (2016). «Long-Term Productivity Database». Banco de França.

3. Se a produtividade nos EUA tivesse continuado a crescer a 1,4% em vez de 3,5%, em 1953 o PIB americano teria sido de cerca de 60% inferior ao real.

4. Anderton, R. *et al.* (2020). «Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies». ECB Occasional Paper (2020244).

Devido à importância dos intangíveis na era digital, como se situa o investimento em intangíveis na Espanha e como se compara com outras grandes economias avançadas? No gráfico mostramos o investimento em ativos intangíveis (em percentagem do VAB) dos principais países europeus e dos EUA. Observamos como os EUA se situam na liderança em termos de investimento em intangíveis, com um número ligeiramente superior a 12% do PIB, embora sejam seguidos de perto pela França e pelo Reino Unido. Pelo contrário, a Alemanha e a Espanha situam-se muito atrás, com um investimento de 8% e do 6,5%, respetivamente. Além disso, verificamos que grande parte do investimento em intangíveis é de natureza privada, embora aqui também existam diferenças entre países: nos EUA, no Reino Unido e na Alemanha, o peso do investimento público em intangíveis oscila em torno de 15% do total, enquanto na Espanha e na França oscila em torno de 8%.

Qual será o impacto do NGEU?

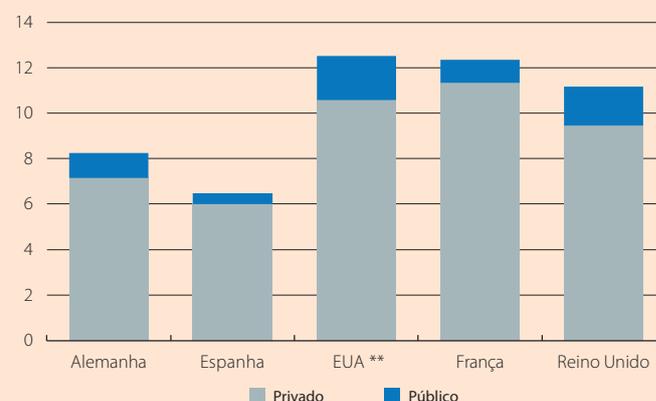
Um dos pilares sobre os quais o pacote económico europeu NGEU está estruturado é a transformação digital. Neste sentido, e dada a importância do investimento em intangíveis no impulso digital, perguntamo-nos acerca do impacto que o NGEU terá sobre este tipo de investimento. Para responder a esta pergunta atuamos em duas fases. Primeiro, calculamos qual foi o aumento médio do peso do investimento em intangíveis sobre o PIB na Espanha, nos últimos anos: entre 1995 e 2017, período para o qual dispomos de dados, o peso do investimento em intangíveis cresceu, em média, 0,11 p.p. por ano. Este é um ritmo superior ao registado nos EUA no mesmo período, de 0,08 p.p. por ano, provavelmente devido ao estado de maior maturidade na qual se encontra a economia norte-americana em termos de digitalização. A seguir, medimos o impacto do NGEU no investimento em intangíveis, considerando para o cálculo o efeito de arrastamento que este programa pode ter sobre o investimento privado.

Tal como detalhámos no artigo anterior deste mesmo Dossier, o investimento em digitalização contemplado nos seis planos de atuação anunciada pelo Governo espanhol para o período 2021-2023 ascende a 16.250 milhões de euros, dos quais 15.400 serão financiados pelo NGEU. Deste montante, é necessário excluir 4.700 milhões destinados ao Plano de Conetividade, ao Plano 5G e a outros investimentos em equipamento TIC, dado que o investimento em infraestruturas, embora crucial para a digitalização da economia, não conta como investimento em intangíveis. Deste modo, em termos anuais, o NGEU representa um investimento direto em ativos intangíveis de quase 3.600 milhões anuais durante os próximos três anos, o que equivale a 0,29% do PIB por ano.

Além disso, prevê-se que o impulso do investidor público atraia investimento privado em intangíveis. Especificamente, o Governo prevê que, no triénio no qual se efetuam estes investimentos pelo NGEU, sejam atraídos 26.000 milhões de euros em investimento privado em intangíveis⁵. Este efeito de arrastamento acrescentará ao impacto mencionado anteriormente entre mais 0,2% e 0,7% do PIB em investimento em intangíveis, em função de se supusermos que se consegue atrair a totalidade do investimento privado previsto pelo Governo espanhol ou se aplicarmos um cálculo mais conservador de que é atraído apenas um quarto do montante previsto. Assim, a soma do impacto direto mais o efeito de arrastamento suporá aumentar o peso do investimento em intangíveis sobre o PIB entre 0,5 e 1,0 p.p. Este é um número significativo que, de acordo com as nossas estimativas de execução dos fundos orçamentados, permitirá alcançar em 2022 níveis de investimento em intangíveis que, na ausência do NGEU, não seriam alcançados pelo menos até 2026.

Investimento em intangíveis: comparativa internacional

Percentagem sobre o VAB (média 2013-2017 *)



Notas: * Os dados de investimento público em intangíveis abrangem apenas até 2015; para o período 2016-2017, o aumento do investimento público é projetado de acordo com o crescimento anual médio entre 1996 e 2015. ** A média para os EUA situa-se entre 2013 e 2016.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Intan, da Spintan, do Eurostat e do Banco Mundial.

5. Consultar a publicação da Agenda Digital 2025 aqui. O Governo prevê atrair 50.000 milhões de euros de investimento privado, mas estima que 24.000 serão destinados a desenvolver o Plano de Conetividade e o Plano 5G. Ao tratar-se de investimento em tangíveis, excluímos este valor do cálculo.

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

