

# IIM05

INFORMAÇÃO MENSAL  
MAIO 2021



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

MERCADOS FINANCEIROS  
*Perspetivas das economias emergentes:  
uma recuperação desigual*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*O papel do consumo adiado na recuperação  
da Zona Euro em 2021*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*Mercado imobiliário: um resistente no meio  
da tempestade*

ECONOMIA ESPANHOLA  
*O Plano de Recuperação de Espanha:  
da teoria à prática*

## DOSSIER: CONSUMO DURANTE A PANDEMIA: UMA RADIOGRAFIA POR GERAÇÕES

---

*O consumo de cada geração em tempos  
normais... e em tempos de pandemia*

*A transição para o e-commerce durante  
a pandemia: Todos iguais?*

*Da nota à plataforma Bizum: o impulso  
intergeracional da pandemia para os meios  
de pagamento digitais*

*Rendimentos e despesas entre gerações  
em tempos de pandemia*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Maio 2021

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

### BPI Research (UEEF)

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

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### Enric Fernández

Economista Chefe

### José Ramón Díez

Diretor de Economias e  
Mercados Internacionais

### Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

### Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

### Adrià Morron Salmeron

Coordenador da *Informação Mensal*

### Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

30 de abril de 2021

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Perspetivas das economias emergentes: uma recuperação desigual*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *O papel do consumo adiado na recuperação da Zona Euro em 2021*

17 *Os estabilizadores do rendimento disponível*

### 21 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *Mercado imobiliário: um resistente no meio da tempestade*

### 26 ECONOMIA ESPANHOLA

28 *O Plano de Recuperação de Espanha: da teoria à prática*

### 31 DOSSIER: CONSUMO DURANTE A PANDEMIA: UMA RADIOGRAFIA POR GERAÇÕES

31 *O consumo de cada geração em tempos normais... e em tempos de pandemia*

33 *A transição para o e-commerce durante a pandemia: Todos iguais?*

35 *Da nota à plataforma Bizum: o impulso intergeracional da pandemia para os meios de pagamento digitais*

37 *Rendimentos e despesas entre gerações em tempos de pandemia*

## Não é um país para jovens

Não é um país para jovens. É possível ver ao nosso redor e os dados denunciam-no cada vez mais. O inquérito à população ativa do primeiro trimestre do ano fez-nos recordar novamente esta situação: a taxa de desemprego jovem, indicador de referência para avaliar a situação dos menores de 25 anos, continua em níveis elevados, próximo de 25%.

Não devemos ignorar este dado. A elevada taxa de desemprego dos mais jovens oferece apenas uma visão parcial da difícil situação em que se encontram. Como possuíam condições de trabalho mais precárias antes da crise, os jovens receberam um nível de proteção menor: tiveram menos acesso aos programas de *Layoff* e, em último caso, grande parte deles ficou sem rendimentos. De acordo com o relatório do emprego do primeiro trimestre, foi esta faixa etária que registou a maior perda de emprego, em termos relativos, cerca de 20%.

Os jovens são os que mais estão a sofrer a crise económica e continua a haver poucas soluções. Há anos que a sua situação de emprego se tem vindo a deteriorar. O aumento do emprego temporário e do emprego a tempo parcial foi especialmente acentuado para as pessoas que, após terminarem os estudos, querem começar a trabalhar. Isto torna-as muito mais vulneráveis quando ocorrem crises económicas. Isto também resultou numa contenção dos seus salários e fez com que as suas perspetivas de trabalho fossem mais limitadas e incertas. Os dados ajudam a compreender melhor a situação. Segundo dados do INE, em termos reais, os vencimentos mensais médios dos jovens que em 2018 tinham entre 25 e 34 anos, registavam apenas um acréscimo de 1,4% em comparação com os salários auferidos em 2007 na mesma faixa etária. Em comparação, os salários médios reais de toda a população empregada aumentaram 5,9% no mesmo período. Ao fim e ao cabo, a remuneração e a perspetiva da sua evolução são o que determina a decisão de se emanciparem ou de constituírem uma família. A fotografia torna-se mais sombria quando consideramos as maiores dificuldades que os jovens têm para acederem à habitação.

A situação exige ações que reforcem a rede de segurança com a qual os jovens contam. Em crises anteriores, a falta de um apoio adequado fez que as consequências fossem especialmente persistentes para as pessoas que se estavam a integrar no mercado de trabalho. Embora o bom ritmo de vacinação que está a ser atingido permita que a recuperação económica vá ganhando força, a vacinação ainda demorará a chegar a toda a população.

Em suma, deverão ocorrer alterações profundas que melhorem de uma vez por todas a capacidade de integração dos jovens no mercado de trabalho. É necessário atuar no sistema de educação, ligando-o melhor ao contexto profissional. Os conhecimentos que se adquirem fazendo estágios breves são de grande ajuda para escolher o percurso formativo que melhor se adequa aos interesses e capacidades de cada um. Neste sentido, existe margem de melhoria em todos os níveis educativos, mas seguramente que é na formação profissional onde este aspeto é mais relevante e o potencial de melhoria é mais elevado. É aqui que é mais urgente atuar.

Também é imprescindível reformular alguns processos do mercado de trabalho. O objetivo final: reduzir a sua elevada dualidade. Não é bom do ponto de vista económico, nem justo do ponto de vista social, que exista uma diferença tão grande nos níveis de proteção de vários grupos de trabalhadores. Devem ser procuradas fórmulas que ajudem as pessoas que entram no mercado de trabalho a conseguirem empregos mais estáveis e maiores níveis de proteção. Ou, por outras palavras, será de grande ajuda ter um quadro contratual que torne mais atraente a contratação por tempo indeterminado. Um custo de despedimento por ano trabalhado que crescesse gradualmente em função da antiguidade do trabalhador poderá ajudar a conseguir estes objetivos.

O Plano de Recuperação apresentado pelo Governo reconhece os jovens como um dos grupos que é necessário apoiar urgentemente e sugere alguns dos aspetos mencionados para melhorar a sua situação, nomeadamente ao nível da formação e competências digitais. Nos próximos meses dever-se-á negociar e chegar a consensos, concretizar e passar à ação. Os jovens merecem um país que conte com eles.

## Cronologia

### ABRIL 2021

- 1 A OPEP e os seus parceiros aprovam um aumento gradual da produção de petróleo para maio, junho e julho de 2021.
- 22 Portugal apresenta o seu Plano de Recuperação à Comissão Europeia para acesso aos fundos NGEU.
- 27 O Parlamento europeu aprova definitivamente o acordo para a nova relação entre a UE e o Reino Unido, que já tinha entrado em vigor no passado mês de janeiro.

### 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.

### MARÇO 2021

- 5 A UE e os EUA suspendem as taxas aduaneiras que tinham sido impostas mutuamente, como represália pelas ajudas estatais às suas respetivas indústrias aeroespaciais.
- 11 O BCE indica que aumentará o ritmo de compras semanais ao abrigo do programa PEPP de compras de ativos de dívida, apesar de não ter alterado nem o desenho nem a capacidade total (1,85 biliões de euros) do programa.
- 19 Vários países da UE retomam a vacinação contra a COVID-19 com doses da AstraZeneca (suspensa em meados do mês) após a Agência Europeia do Medicamento ter reafirmado a sua segurança e eficácia.

### 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.

## Agenda

### MAIO 2021

- 5 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 6 Portugal: novas operações de crédito (março).
- 7 Espanha: índice de produção industrial (março).
- 10 Portugal: volume de negócios na indústria (março).
- 12 Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 14 Portugal: *rating* Fitch.
- 17 Espanha: comércio externo (março).
- 18 PIB do Japão (1T).
- 26 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (março).  
Portugal: execução orçamental (abril)
- 28 Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).  
Portugal: indicador de confiança das empresas e consumidores (maio).
- 31 Espanha: previsão do IPC (maio).  
Espanha: execução orçamental do Estado (abril).  
Portugal: previsão do IPC (maio).  
Portugal: estimativas mensais mercado trabalho (abril)

### JUNHO 2021

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 10 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 11 Espanha: *rating* Fitch.  
Portugal: volume de negócios dos serviços (abril).
- 14 Portugal: atividade turística (abril).
- 15-16 Comité Monetário da Fed.
- 17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
- 23 Portugal: preços da habitação (1T).
- 24 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).  
Espanha: balança de pagamentos e PIIN (1T).  
Portugal: contas nacionais trimestrais (1T).
- 24-25 Conselho Europeu.
- 29 Espanha: previsão do IPC (junho).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 30 Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).  
Espanha: execução orçamental do Estado (maio).  
Portugal: emprego e desemprego (maio).  
Portugal: taxa de incumprimento (1T).

## Razões para a esperança

A publicação dos dados de crescimento do 1T continuou a refletir as assimetrias na recuperação da atividade mundial. A economia americana, após crescer 1,6% de janeiro a março, continua a distanciar-se de uma Europa novamente imersa numa recessão ao registar novamente dois trimestres de crescimento negativo consecutivos. No entanto, os sinais mais recentes refletem uma alteração de tendência na nossa região, pois nas últimas semanas ocorreu uma aceleração do ritmo de vacinações, uma descida das restrições com o consequente aumento da mobilidade, um aumento da confiança dos agentes e uma aceleração na tramitação dos Planos de Recuperação associados ao desembolso dos fundos europeus. Estes sinais permitem antever que muito provavelmente o pior já passou.

É certo que ainda existem mais perguntas que respostas sobre esta crise e que num mundo globalizado não existem compartimentos estanques, nem ilhas de suposta segurança e que, portanto, só poderemos acabar com a COVID quando a imunidade de grupo chegar a todas as regiões.

Nas últimas semanas foi detetado um maior otimismo, quando estão cada vez mais próximos os objetivos de vacinação que a Europa tinha delineado para o verão deste ano, o que nos deverá permitir passar do modo de contenção para o grupo de países em zona de expansão. Só a ativação de consumo retido na Europa nos últimos 12 meses graças a esta melhoria das expectativas poderá contribuir com pouco mais de 1 p.p. para o crescimento em 2021 considerando um cenário conservador (2,5 p.p. num cenário otimista), tendo em conta que a poupança forçada ocorrida no ano passado na região foi de mais de 4% do PIB.

Portugal não é alheio a esta melhoria dos sinais, pois 23% da população já recebeu uma dose e o ritmo de vacinação está a melhorar a olhos vistos. Além disso, os indicadores de sentimentos registaram melhorias significativas no período pós-confinamento e o indicador diário de atividade do Banco de Portugal indica forte recuperação. Com efeito em abril, este indicador registou uma variação homóloga de 23,5%, depois de no 1T 2021 ter contraído 3,9%.

Neste ambiente de maior confiança, a pergunta é se o pêndulo não estará a oscilar rápido demais e precipitadamente, ao ser antecipado um risco de reaquecimento na economia americana que se possa estender aos restantes países industrializados. O efeito da acumulação de planos fiscais expansionistas no último ano totalizando 6 biliões de dólares (25% do PIB), com uma chuva de cheques para as famílias que só no mês de março se traduziu num aumento da

taxa de poupança para 27% do rendimento disponível, une-se aos elevados ritmos de vacinação (44% da população com pelo menos uma dose administrada) e aos estrangulamentos na produção que alguns inquéritos empresariais antecipam, configurando uma realidade dificilmente extrapolável para os restantes países.

Apesar do descrito anteriormente, nem os mercados nem de forma particular a Reserva Federal parecem especialmente preocupados pela velocidade de uma reativação que permitirá alcançar os níveis do PIB do 4T 2019 no verão deste ano, pelo menos até que não seja recuperado totalmente o emprego perdido no ano passado. Prevemos que a inflação continue a subir nos próximos meses até inclusivamente se aproximar dos 4,0%, mas também que no final do ano regresse aos 2,5%, após a dissipação do efeito de base. Este cenário poderá permitir manter o roteiro traçado pela Reserva Federal, sobretudo tendo em conta que a nova estratégia de política monetária integra uma flexibilidade muito maior.

Desta forma, face aos receios do início do ano, a rentabilidade das obrigações americanas parece que está a estabilizar na zona dos 1,6% apesar da revisão em alta das expectativas de inflação. Se à calma relativa dos mercados de obrigações juntarmos a maior revalorização dos mercados de valores mobiliários (10%) durante os 100 primeiros dias de uma presidência desde a década de sessenta, parece que os investidores estão menos preocupados com a viragem agressiva da política económica que Joe Biden está a levar a cabo. O novo presidente está a seguir a velha regra de que as reformas se devem concentrar nos três primeiros meses de mandato, especialmente quando possui uma maioria exígua nas Câmaras. Definitivamente, existem razões para a esperança, mas é ainda muito cedo para ser considerada uma retirada dos estímulos a curto prazo ou para antecipar tensões inflacionistas que resultem num risco para a estabilidade financeira, inclusivamente nos EUA. Abordaremos esta situação quando lá chegarmos.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
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	0,45
Libor 12 meses	3,86	1,26	3,08	1,97	0,34	0,50	0,80
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	1,90	2,10
<b>Euro</b>							
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
<b>Alemanha</b>							
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	-0,35	0,00
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,06	-0,02	-0,36	-0,57	-0,36	-0,06
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	-0,24	0,12
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,15	0,50
Prémio de risco	11	178	117	71	62	50	50
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	-0,29	0,05
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	-0,28	0,14
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,15	0,53
Prémio de risco	19	353	147	67	60	50	53
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,17	1,17
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	0,76	0,77
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	64,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	54,7	53,8

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
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	3,6	2,8	-3,3	5,9	4,3
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,3	2,3	1,6	-4,7	5,1	3,5
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-3,5	6,0	3,8
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,3	-6,8	4,1	3,3
Alemanha	1,6	1,3	1,6	0,6	-5,1	3,0	3,2
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	3,8	3,7
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	4,9	3,1
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,0	4,4
Japão	1,4	0,5	0,6	0,3	-4,9	2,8	1,9
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-9,8	6,2	4,1
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,5	5,1	4,5	3,6	-2,2	6,4	4,9
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	5,6
Índia	9,7	6,9	6,7	4,7	-7,0	10,6	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	-4,1	3,5	2,5
México	2,4	2,1	2,2	0,0	-8,2	4,0	2,5
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	4,6	-2,7	3,7	4,3
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,7	3,1
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,5	2,0	1,4	0,7	1,9	1,5
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,7	2,0
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	2,0	1,2
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,5	1,4
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	2,0	1,2
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	1,9	1,1
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	0,1	0,6
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,9	1,4
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	4,9	5,1	5,1	5,0	4,4
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	1,3	1,7
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	4,3	4,6
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	14,2	8,0
Polónia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,7	3,4	2,7

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
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	0,1	2,6	2,6	-5,9	3,8	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	3,8	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	3,7	3,8
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,2	4,0	-18,7	15,8	9,3
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,0	4,7	-12,1	12,4	10,5
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>4,9</b>	<b>3,1</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-0,6	2,3	1,0	-2,0	-0,6	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	-3,5	0,6	0,4	-1,2	-0,7	0,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,6	1,2	0,1	0,0	0,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-5,7	-5,7	-3,2

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	1,8	0,9	-12,4	6,8	4,0
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	2,6	2,3	3,8	3,7	1,7
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,8	6,1	2,7	-11,4	6,8	5,7
Bens de equipamento	4,9	-0,5	5,4	4,4	-13,0	12,7	5,8
Construção	5,7	-5,2	9,3	1,6	-14,0	3,7	5,7
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,7	3,0	1,4	-8,7	5,7	3,8
Exportação de bens e serviços	4,7	3,1	2,3	2,3	-20,2	11,4	7,8
Importação de bens e serviços	7,0	-0,3	4,2	0,7	-15,8	11,3	6,2
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-10,8</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>
<b>Outras variáveis</b>							
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	5,3	-4,3	-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	2,6	1,7	1,8
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-6,7	-2,5	-2,9	-11,0	-8,8	-6,3

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

Previsões

## O sentimento dos investidores melhora paulatinamente

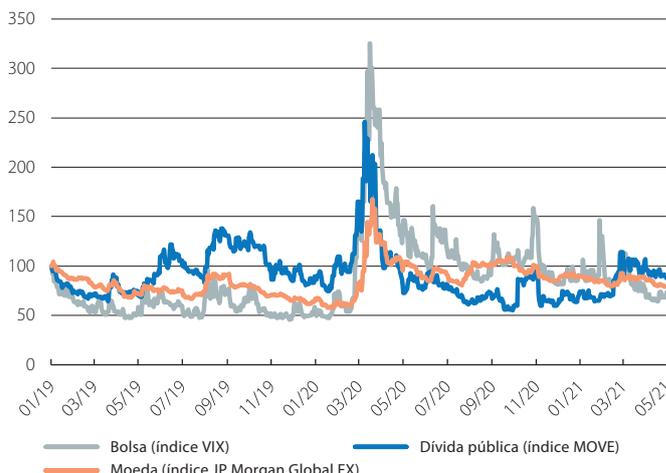
**À procura de novos catalisadores.** Em abril, o sentimento dos investidores continuou a recuperar graças a dois grandes aspectos: a perspectiva de reativação sustentada da economia cada vez mais próxima, liderada pelo bom comportamento da atividade nos EUA e na China, e a manutenção de medidas de apoio muito substanciais, tanto no âmbito fiscal como monetário. A estes dois fatores, no decorrer do mês, aliou-se o arranque positivo da campanha de resultados empresariais do 1T nos dois lados do Atlântico. Por sua vez, a Fed e o BCE deram um certo alívio aos mercados ao reafirmarem as suas mensagens de paciência, compromisso e continuidade com uma política monetária muito acomodatória nos próximos meses. No conjunto do mês, todos estes fatores contribuíram para que os mercados financeiros registassem uma menor volatilidade e que os investidores aumentassem, de forma prudente, a sua preferência por ativos de maior risco e associados ao ciclo económico. Não obstante, o ambiente financeiro continua rodeado de incertezas, tanto devido à própria evolução da pandemia como às elevadas valorizações nalguns segmentos de mercado, aos riscos de sobreaquecimento em determinadas regiões ou aos desajustamentos que uma recuperação mundial desigual pode causar.

**A Fed mantém a tendência *dovish* e a rentabilidade do *treasury* estabiliza.** Como era de prever, a Fed manteve inalteradas as suas medidas de estímulo na reunião de abril (taxas de juro no intervalo de 0,00%-0,25% e as compras de ativos a um ritmo mensal de cerca de 120.000 milhões de dólares). A instituição reconheceu a melhoria observada desde março na atividade norte-americana e no emprego, impulsionada pelo levantamento das restrições e pela implementação de novos estímulos fiscais. Contudo, insistiu que a recuperação ainda é incompleta, especialmente no mercado de trabalho. Da mesma forma reafirmou a ideia que os aumentos da inflação em 2021 se devem a fatores transitórios, razão pela qual não deverão condicionar as decisões de política monetária. Neste sentido, o presidente Jerome Powell reafirmou o propósito da instituição em manter nos próximos meses os atuais estímulos monetários e lembrou que, quando planearem retirá-los, comunicá-lo-ão com muita antecedência. Assim, estas mensagens criaram um ambiente de menor nervosismo entre os investidores do mercado de taxa fixa norte-americano e, após a intensa subida das taxas de juro nos primeiros meses do ano, em abril verificou-se um relaxamento dos intervalos longos da curva de taxas de juro nominais (cerca de -10 p.b. na obrigação a 10 anos, para 1,63%) provocada pela descida das taxas de juro reais.

**Sem alterações por parte do BCE.** Tal como aconteceu com a Fed na sua reunião de abril, o BCE também manteve as taxas de

### Volatilidade implícita nos mercados financeiros

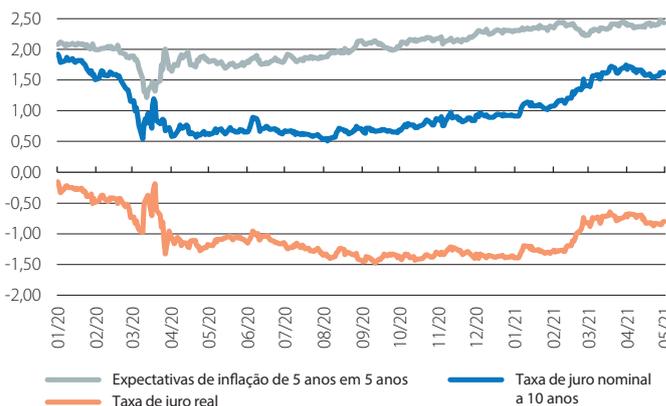
Índice (100 = janeiro 2019)



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

### EUA: taxa de juro e expectativas de inflação

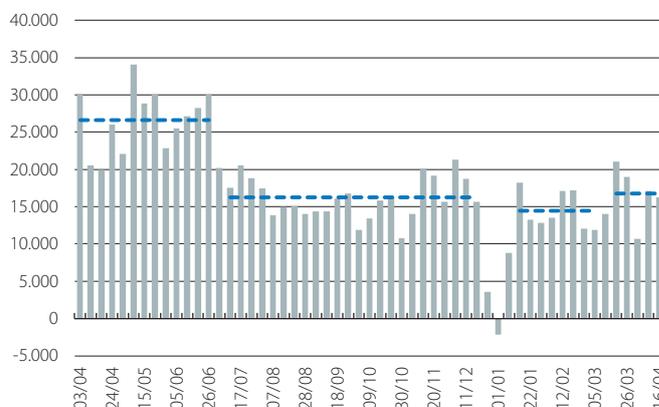
(%)



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.

### BCE: compras semanais líquidas ao abrigo do PEPP (Milhões de euros)



Nota: As linhas a tracejado mostram, da esquerda para a direita, a média semanal durante o 2T 2020, a segunda metade de 2020, o 1T 2021 (até à reunião de março do BCE) e após o aumento «significativo» até à última data disponível.

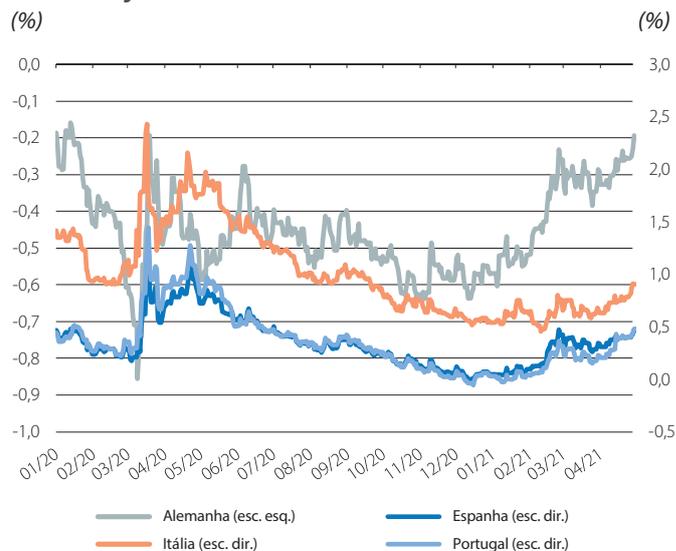
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

juro oficiais em mínimos e deu continuidade aos programas de estímulo adotados durante a crise de saúde. De facto, o BCE também sugeriu que os recrudescimentos da taxa de inflação europeia se devem a fatores técnicos e transitórios, pelo que não deverão condicionar a sua atuação. A presidente Christine Lagarde insistiu que as condições financeiras acomodáticas serão mantidas e reafirmou que durante o 2T a instituição manterá um ritmo de compras do programa de emergência (PEPP) «significativamente superior» ao do 1T. Nesta questão, para evitar discrepâncias entre os analistas, Lagarde recomendou fazer um acompanhamento dos dados mensais em vez dos semanais, para que seja feita uma avaliação correta da aceleração das compras. Por sua vez, a curva das taxas de juro soberanas alemãs aumentou para -0,20% (+9 p.b. no mês), tendo aumentado os diferenciais relativamente à dívida da periferia da Zona Euro, apesar das compras do BCE.

**As bolsas continuam em alta.** Em abril, os principais índices bolsistas mantiveram-se imersos na trajetória ascendente e de pouca volatilidade dos últimos meses. Desta vez, parte da melhoria do sentimento dos investidores deveu-se ao arranque da campanha de resultados empresariais do 1T nos EUA e na Zona Euro. Especificamente, até à redação desta edição da *Informação Mensal*, quase 90% das empresas do S&P 500 que tinham publicado os seus valores tinham superado as expectativas dos analistas, com o setor tecnológico e o financeiro a liderarem a recuperação dos lucros. Assim, o S&P 500 atingiu novos máximos históricos, tendo concluído com ganhos mensais de cerca de 5%. Na Zona Euro, embora a apresentação de resultados esteja mais atrasada, a tendência das bolsas foi semelhante (Eurostoxx 50 +1,4%), com o Ibex 35 e o PSI-20 a obterem lucros superiores a 2,5%.

**Queda do dólar enquanto as matérias-primas avançam.** Dentro de um contexto de descida das taxas de juro a longo prazo nos EUA e de paciência por parte da Fed, o dólar caiu face à maior parte das moedas das economias avançadas e emergentes e o euro situou-se em torno dos 1,20 dólares. Tal como aconteceu em março, a lira turca foi protagonista de episódios de maior volatilidade face a uma forte subida da taxa de inflação (16% homóloga em março) e ao aumento dos contágios. Por sua vez, o preço do barril de Brent aumentou para 67 dólares impulsionado pela melhoria das expectativas relativamente à procura de crude para este ano e pela confiança dos investidores na gestão da oferta de crude que a OPEP e os seus parceiros estão a levar a cabo. No final de abril, o conjunto dos países produtores ratificou a decisão de manter o ritmo de aumentos graduais da produção até a aumentar em 2 milhões de barris diários em julho. Adicionalmente, a reativação do ciclo económico e a aceleração dos planos de descarbonização e infraestruturas nos EUA deram azo ao aumento dos preços dos metais industriais e especialmente do cobre, que atingiu os níveis mais altos das últimas décadas e acumula ganhos de cerca de 30% este ano.

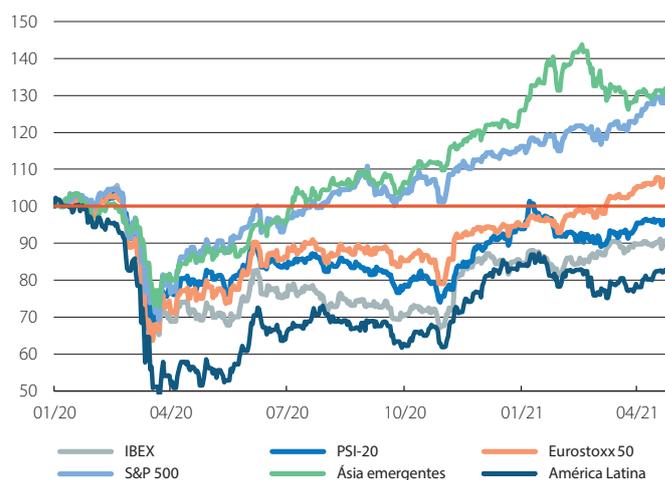
### Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

### Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)

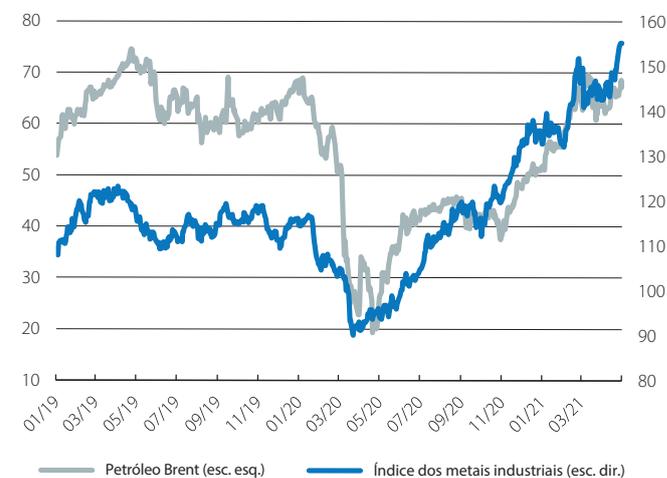


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Preço do petróleo e dos metais industriais

(Dólares por barril)

(Índice de preços em dólares)



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

## Perspetivas das economias emergentes: uma recuperação desigual

As economias emergentes vão experimentar uma clara recuperação do crescimento em 2021 e 2022. Se não considerarmos a China, um país com uma dinâmica idiossincrática diferente, a qual já foi analisada recentemente nesta publicação, o grupo dos principais países emergentes registou uma queda do PIB de 5,1% em 2020<sup>1</sup>. De acordo com as nossas últimas projeções, esta recessão dará lugar a um crescimento de 4,8% em 2021 e de 3,8% em 2022. No entanto, a autêntica chave do momento dos países emergentes não é a recuperação em si, mas o desigual que será. Esta assimetria vai resultar em economias emergentes «vencedoras» e outras «perdedoras», e, entre estas últimas, um grupo de países que, para além de ficarem de lado em matéria de crescimento, irão ver os seus desequilíbrios macroeconómicos mais acentuados (chamá-los-emos de «perdedores frágeis», parafraseando a expressão «emergente frágil», habitual antes da pandemia).

### Perspetivas da pandemia

A disparidade na trajetória económica emergente em 2021 e 2022 dependerá da evolução da pandemia, de como se ancoram os países emergentes aos vários focos de crescimento mundial e da sua capacidade de atenuar choques económicos adversos. Assim, os cinco países emergentes mais afetados em relação à sua população (Hungria, Brasil, Polónia, Argentina e Chile) registam uma incidência que supera o dobro da média dos países emergentes menos afetados.

Ao mesmo tempo, as perspetivas de vacinação também são enormemente diferentes entre os países emergentes. Em primeiro lugar, as doses administradas mostram grandes disparidades (por exemplo, a África do Sul vacinou

0,5% da sua população, enquanto a Hungria alcançou os 38%) e, mais preocupante ainda, os países que imunizaram menos pessoas são também aqueles que encomendaram o menor número de doses relativamente à sua população.

Não obstante, é preciso reconhecer que existe uma certa correspondência entre os países emergentes mais afetados pela pandemia e os que garantiram um maior número de doses. No conjunto, as perspetivas para a pandemia continuam a ser especialmente delicadas na África do Sul, Turquia, Indonésia, Índia, Malásia, Colômbia e Brasil<sup>2</sup>.

### Economias emergentes a braços com os motores da expansão global

A segunda área que irá criar assimetrias na recuperação emergente é a própria natureza da expansão mundial. Dado que em 2021 e 2022 os três grandes motores económicos mundiais (China, EUA e a Zona Euro) irão operar a velocidades muito diferentes, também se irá registar um dinamismo distinto ao nível da procura externa dos países emergentes em função do grau em que estes mercados compradores são importantes para eles, tanto em termos de exportações de bens (geralmente, matérias-primas) como de serviços (o mais frequente, o turismo).

Neste âmbito, consideramos que estão melhores posicionados os países que exportam muito para a China ou para os EUA ou que têm uma exposição turística relativamente menor (ou o seu mercado de origem é asiático ou norte-americano). Como consequência, a Turquia, Rússia, Polónia e Hungria integrariam a lista de potenciais países com perspetivas mais preocupantes.

### Economias emergentes: canais de pandemia e real

	Canal da pandemia			Canal exportador <sup>4</sup>			Canal turístico <sup>5</sup>	Crescimento		
	Incidência <sup>1</sup>	População coberta <sup>2</sup>	Ritmo de vacinação <sup>3</sup>	China	EUA	UE		2020	2021 (p)	2022 (p)
Turquia	54,0	33	15,8	0,4	1,2	8,0	11,3	1,6	4,0	3,4
Rússia	32,1	500	7,8	3,2	0,8	8,3	5,0	-3,1	3,0	2,2
África do Sul	26,5	50	0,5	2,7	1,8	4,7	9,0	-7,0	3,5	1,9
Polónia	72,5	165	20,5	0,5	1,3	25,9	4,5	-2,7	3,7	4,3
Hungria	79,1	98	38	1,0	1,9	45,6	8,0	-5,1	3,9	4,0
Índia	12,0	23	8,7	0,6	1,9	1,5	6,8	-7,0	10,6	7,3
Indonésia	6,0	61	4,3	2,5	1,6	1,1	5,7	-2,0	4,3	5,8
Malásia	12,0	10	2,4	9,2	6,3	5,1	5,9	-5,6	6,5	6,0
Brasil	67,0	133	12,9	3,4	1,6	1,7	7,7	-4,1	3,0	2,5
México	18,0	102	9,4	0,6	29,5	1,6	15,5	-8,2	3,5	2,2
Argentina	62,5	73	14	1,5	0,9	1,5	9,8	-10,0	5,8	2,5
Chile	60,5	92	41,8	8,0	3,4	2,2	3,3	-5,8	6,1	3,8
Colômbia	53,9	61	5,6	1,4	3,8	1,2	2,0	-6,8	5,1	3,6

**Notas:** 1. Milhares de casos por milhão, abril de 2021. 2. Percentagem da população que poderá ser vacinada em função das doses contratadas, março de 2021. 3. Percentagem da população que recebeu pelo menos uma dose, abril de 2021. 4. Exportações de bens em percentagem do PIB, em dólares dos EUA, 2019. 5. Contribuição para o PIB, 2019 ou último ano disponível. (p) indica previsão. O sombreado indica fragilidade ou vulnerabilidade no âmbito em questão e se for crescimento, menor avanço do PIB.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da DOTS-FMI, do WEO-FMI, de fontes nacionais, da OMS e do World Travel & Tourism Council.

1. Deste conjunto fazem parte a Turquia, Rússia, África do Sul, Polónia, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, Brasil, México, Argentina, Chile e Colômbia.
2. O Brasil, apesar de nominalmente estar bastante bem coberto com as vacinas contratadas, apresenta dificuldades idiossincráticas (logísticas e institucionais) que justificam considerá-lo como um país de perspetivas de saúde frágeis.

## Desequilíbrios macroeconómicos, margem de política económica e vulnerabilidade face a choques adversos

Para terminar, a terceira área que poderá originar assimetrias é a área dos desequilíbrios macroeconómicos e em particular se a «herança» da COVID-19 for um aumento desses desequilíbrios que situa os países numa posição de vulnerabilidade face a eventuais choques adversos.

Qual é o choque mais preocupante que os países emergentes podem enfrentar? Dado que o ciclo de crescimento emergente dos últimos anos beneficiou, de uma forma muito clara, de condições financeiras globais muito acomodáticas, que favoreceram significativas entradas de capital, um maior aperto destas condições representaria uma mudança considerável que previsivelmente pesaria nas perspetivas deste grupo de economias.

Para refinar um pouco mais a avaliação do impacto que poderá ter o maior aperto das condições financeiras sobre o crescimento dos países emergentes, analisamos as funções de impulso-resposta de um modelo SVAR. É apenas um exercício ilustrativo mas que confirma que o crescimento dos principais países emergentes é muito sensível às condições financeiras globais.

Neste contexto, com o objetivo de determinar situações nacionais delicadas, levantamos duas questões mais específicas: i) o que se espera da evolução das medidas de risco nos principais países emergentes em 2021 e 2022? e ii) que países emergentes combinam um nível elevado de desequilíbrios com uma margem pequena para absorverem possíveis choques negativos?

Para responder à primeira pergunta, utilizamos dados históricos para estimar a nota creditícia que corresponderia às principais variáveis macroeconómicas e comparamo-la com a atual<sup>3</sup>. Deste exercício resulta que existem dois países, a Indonésia e a Colômbia, cuja evolução macroeconómica sugere maiores pressões sobre a solvência soberana e outro grupo, amplo, cuja situação não nos deixa totalmente tranquilos (África do Sul, Rússia, Índia, Brasil, México, Chile e Malásia).

No que se refere à segunda questão que levantámos, ao analisarmos os desequilíbrios macroeconómicos e a margem de absorção por parte da política económica (ver a segunda tabela), de início aparece um grupo de países que detêm a posição delicada de mostrarem desequilíbrios mais elevados. Em particular, o desequilíbrio central atualmente é o do endividamento. Este desequilíbrio pode assumir várias formas. Poderá ser maioritariamente público ou de carácter privado ou mais ou menos dependente do financiamento externo (e, por extensão, das condições financeiras globais). Além disso, nalguns casos, o problema vê-se agravado por uma situação de liquidez mais tensa. Ora, quando se combina uma posição delicada nestas frentes com uma margem de manobra menor, os nomes que aparecem são a Turquia, a África do Sul, a Indonésia e, embora com um balanço de vulnerabilidades ligeiramente diferente, a Malásia, o Brasil e a Rússia.

Recapitulemos a análise anterior. De acordo com isso, aparecem três grandes grupos de países emergentes. O primeiro

## Economias emergentes: vulnerabilidades e margem de manobra

	Último dado	Alteração desde 2T 2013 (p. p.)	Cinco piores países
<b>Desequilíbrios internos e externos</b>			
Saldo da balança corrente (% do PIB)	1,16	3,43	Colômbia, Turquia, Brasil, Argentina e Peru
Dívida externa (% do PIB)	48,22	9,13	Chile, Hungria, Argentina, Malásia e Polónia
Dívida externa c/prazo (% do PIB)	34,63	2,77	Malásia, Turquia, Argentina, Hungria e África do Sul
Inflação (%)	5,86	0,60	Argentina, Turquia, Índia, Rússia e Brasil
Credit-to-GDP gap (% relativa à tendência)	3,19	0,01	Chile, Malásia, Arábia Saudita, Argentina e Brasil
<b>Fatores atenuantes de um choque adverso</b>			
Rácio entre moeda estrangeira e dívida externa a c/p	3,28	-0,91	Arábia Saudita, Rússia, Brasil, Índia e Indonésia
Saldo público (% do PIB)	-5,92	-4,30	Hungria, Rússia, Argentina, África do Sul e Indonésia
Dívida pública (% do PIB)	54,77	18,83	Argentina, Brasil, Hungria, África do Sul e Malásia
Taxa de intervenção (%)	5,26	-0,05	Argentina, Turquia, México, Rússia e Índia

*Nota:* Os dados correspondem à média simples das variáveis, calculada para uma amostra de países emergentes, composta pela Turquia, Rússia, África do Sul, Polónia, Hungria, Arábia Saudita, Índia, Indonésia, Malásia, Brasil, México, Peru, Colômbia, Argentina e Chile.

*Fonte:* BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv, do BIS e do FMI.

grupo são os «vencedores», ou seja, países que beneficiam de perspetivas de saúde bastante boas, que estão mais integrados comercialmente com os países ou regiões que mais irão crescer e que mantêm poucos desequilíbrios. Nesta categoria situam-se muitos países emergentes, especialmente os países asiáticos. Um segundo grupo são os «perdedores» que, pelo menos em termos relativos, sofrem de uma situação de saúde complicada e estão mais endividados, com mercados menos dinâmicos. Nesta categoria situar-se-iam os países emergentes europeus. Contudo, é o terceiro grupo o mais preocupante, o dos «perdedores frágeis», ou seja, os países emergentes que não só estão pior posicionados em matéria de pandemia e de arrasto das economias mais dinâmicas, como também mostram desequilíbrios macroeconómicos mais acentuados. Nesta situação estão os países mencionados anteriormente (Turquia, África do Sul, Indonésia, Colômbia, Brasil, Rússia e Malásia).

Definitivamente, o mundo emergente, que entrou de forma bastante sincronizada no choque da COVID-19, irá experimentar uma recuperação a diferentes velocidades que, por sua vez, criará riscos diferenciados. Isto, apesar de não ser evidente, possui um lado positivo, dado que se apenas há alguns meses atrás parecia que os países emergentes vulneráveis eram praticamente todos, agora as situações idiossincráticas mudaram.

(Veja uma versão estendida deste artigo em [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt))

3. Utilizamos um modelo estimado mediante mínimos quadrados ordinários, que permite atribuir uma nota creditícia a cada país em função da evolução de um conjunto de variáveis macroeconómicas. Mais detalhadamente, estas variáveis são o PIB per capita, a dívida pública, taxa de inflação, previsão de crescimento do PIB durante os quatro trimestres posteriores, volatilidade do crescimento do PIB durante os últimos três anos e uma variável binária igual a 1 se no trimestre tiver ocorrido uma descida do *rating*.

**Taxas de juro (%)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,54	-0,54	0	1,0	-26,2
Euribor 12 meses	-0,48	-0,48	0	1,8	-36,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,64	-0,63	-1	7,1	-9,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,68	-0,69	1	1,8	7,8
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,20	-0,29	9	36,7	38,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,48	0,34	14	42,9	-24,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,48	0,23	25	45,0	-33,7
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,18	0,19	-2	-6,2	-36,5
Libor 12 meses	0,28	0,28	0	-6,1	-55,4
Dívida pública a 1 ano	0,05	0,06	-1	-5,6	-11,2
Dívida pública a 2 anos	0,16	0,16	0	3,7	-3,2
Dívida pública a 10 anos	1,63	1,74	-11	71,3	101,4

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	50	52	-2	2,2	-32,4
Itraxx Financeiro Sénior	58	60	-1	-0,6	-47,4
Itraxx Financeiro Subordinado	108	108	-1	-3,4	-119,6

**Taxas de câmbio**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,202	1,173	2,5	-1,6	9,5
EUR/JPY (ienes por euro)	131,400	129,860	1,2	4,1	12,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,870	0,851	2,2	-2,6	-0,9
USD/JPY (ienes por dólar)	109,310	110,720	-1,3	5,9	2,2

**Matérias-primas**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	532,1	506,7	5,0	19,9	50,6
Brent (\$/barril)	67,3	63,5	5,8	29,8	154,3
Ouro (\$/onça)	1.769,1	1.707,7	3,6	-6,8	4,0

**Rendimento variável**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.181,2	3.972,9	5,2	11,3	47,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.974,7	3.919,2	1,4	11,9	35,8
Ibex 35 (Espanha)	8.815,0	8.580,0	2,7	9,2	27,3
PSI 20 (Portugal)	5.050,7	4.929,6	2,5	3,1	17,9
Nikkei 225 (Japão)	28.812,6	29.178,8	-1,3	5,0	46,9
MSCI emergentes	1.347,6	1.316,4	2,4	4,4	47,0

## Economia mundial: a vacinação fará a diferença

**2021, um ano, dois capítulos: contenção e expansão.** Exceção feita à China, que posteriormente abordaremos e que se encontra já num cenário pós-COVID, o motor económico das restantes grandes economias será determinado em grande medida pela vacinação. Assim, os países com a campanha de imunização mais avançada entrarão antes e com maior determinação numa fase de expansão económica. Por outro lado, os países com um processo de vacinação mais lento manter-se-ão em modo de «contenção» da pandemia durante mais tempo. Mencionando nomes, os EUA, com 45% da população vacinada pelo menos com uma dose, está já no período de expansão, enquanto a maior parte dos países da UE, com cerca de 25% da população protegida e muitos países emergentes continuam em fase de contenção. Em termos temporais, no seu conjunto a economia mundial deverá entrar claramente no período de expansão na segunda metade do ano. Este é o cenário que o BPI Research considera, que se assemelha ao de outras instituições como o do FMI. Vamos verificar a narrativa desta instituição, pois possui uma visão representativa de consenso e porque traz alguma precisão valiosa ao que acabámos de expor.

**O FMI desenha um 2021 com uma recuperação dinâmica mas assimétrica.** De início, o Fundo prevê uma recuperação potente do crescimento mundial: de 6,0% em 2021 e de 4,4% em 2022. São números mais elevados que os previstos pela instituição no início do ano e que refletem uma forte melhoria das perspetivas dos países avançados (especialmente os EUA) e um aumento também relevante na estimativa do conjunto dos países emergentes. Após esta melhoria sobressai a bateria de medidas extras de apoio fiscal, bem como uma recuperação superior à prevista na segunda metade do ano, a par do processo de vacinação. Sendo esta a perspetiva geral, o Fundo reconhece que se trata de uma recuperação com várias velocidades, com os EUA na liderança, entre os países avançados e a China, entre os países emergentes. Por sua vez, a Zona Euro registará um crescimento mais frágil, o qual impedirá que a região se situe em níveis pré-pandemia até 2022.

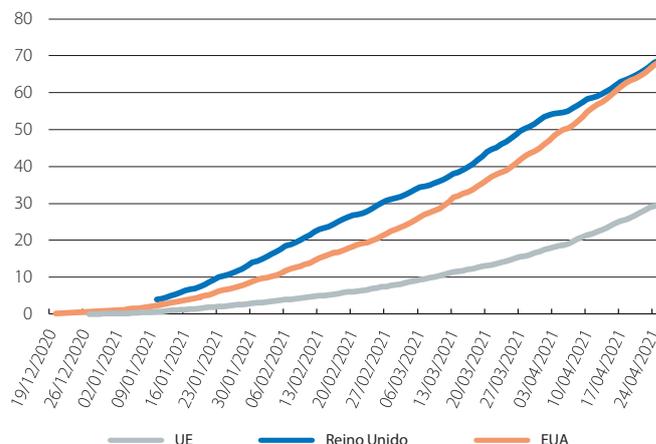
**Riscos, uma frente que melhora.** No respeitante ao balanço de riscos, o FMI destaca que a curto prazo estes riscos estão equilibrados, enquanto a médio prazo a tendência é para melhores perspetivas. Entre os riscos de melhoria destaque para uma melhor evolução da pandemia que a anteriormente projetada, um maior efeito dos estímulos fiscais que o previsto e uma melhor coordenação das políticas económicas que no passado. Entre os riscos de queda destacam-se o ressurgimento da pandemia ou o maior aperto das condições financeiras, entre outros elementos. No seu conjunto, trata-se de um balanço diferente de riscos, que melhorou nos últimos meses.

### EUA

**Mundo avançado pós-COVID, primeiro capítulo.** Os dados de crescimento norte-americano do 1T 2021 eram esperados com ansiedade, pois tratava-se de um trimestre no qual confluíam fatores positivos (ritmo de vacinação significativo e indicadores

### Processo de vacinação contra a COVID-19 no mundo

(Vacinas administradas por cada 100 habitantes)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Our World in Data.

### FMI: PIB real

Variação anual (%)

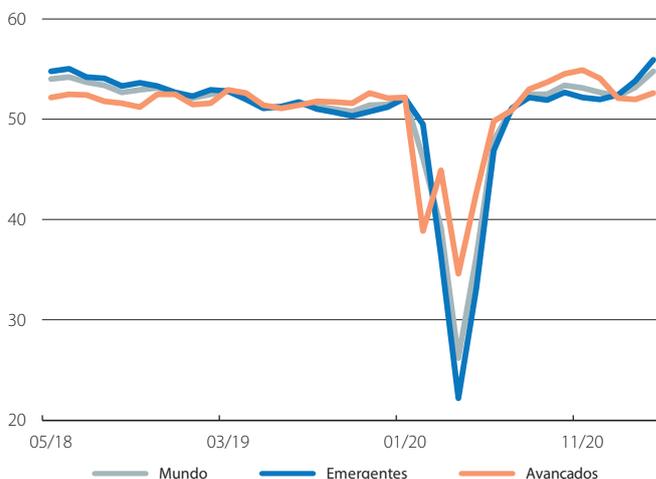
	2020	2021 (p)	2022 (p)
<b>Economia mundial</b>	-3,3	6,0	4,4
<b>Economias avançadas</b>	-4,7	5,1	3,6
nos EUA	-3,5	6,4	3,5
Zona Euro	-6,6	4,4	3,8
Espanha	-11,0	6,4	4,7
<b>Economias emergentes e em desenvolvimento</b>	-2,2	6,7	5,0
China	2,3	8,4	5,6

Nota: (p) Previsão.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI (WEO, abril de 2021).

### PMI composto

Nível



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

económicos em alta em termos gerais) com outros de interpretação mais complicada (para além das convulsões da vaga pandémica do final de 2020 em vários estados ou o efeito incerto de alguns fenómenos meteorológicos anormalmente adversos). Finalmente, a economia norte-americana registou um crescimento robusto, com 1,6% em cadeia, parecendo confirmar que está a entrar na nova etapa, a qual antes denominávamos de expansão. Como está a ser materializada esta expansão? Nomeadamente através do consumo privado. Este é um fator importante, porque após esta subida do crescimento destacam-se três fatores fundamentais, que se irão repetir previsivelmente noutras economias, se bem que com intensidades diferentes: a forte melhoria dos rendimentos através do estímulo fiscal, a reabertura da economia e o elevado ritmo de vacinação.

**Mundo avançado pós-COVID, segundo capítulo.** O facto de o ciclo norte-americano estar mais avançado que o da maior parte das economias possui um interesse acrescentado porque sobressaem duas questões fulcrais, relacionadas entre elas, das quais se falará bastante no futuro. A primeira refere-se ao debate sobre que grau de estímulo, tanto fiscal como monetário, vai ser preciso neste novo período, de expansão mais evidente. A segunda, se existe o risco que o estímulo económico, com uma intensidade histórica, possa alimentar uma subida substancial e permanente da taxa de inflação.

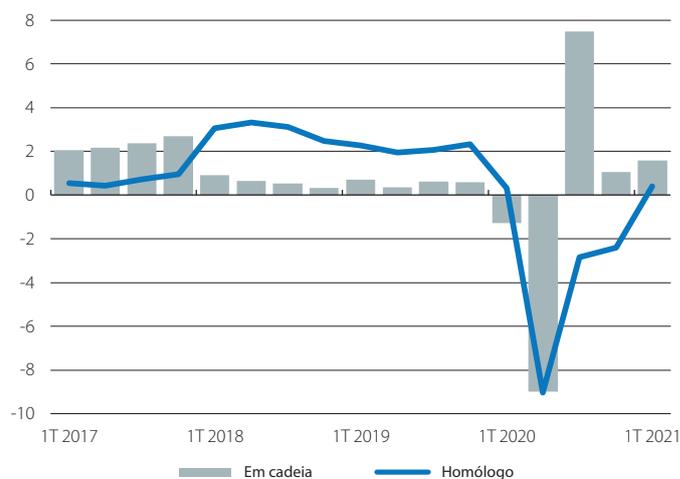
**Face a esta dúvida, é melhor não prejudicar.** O diagnóstico de consenso feito nos EUA é bastante claro: a economia ainda tem um longo caminho por percorrer para que possa recuperar plenamente, para além de poder chegar a entrar num cenário de sobreaquecimento. Em contrapartida, os riscos de que o apoio fiscal e económico sejam reduzidos antes do tempo continuam a ser substanciais. Por sua vez, a inflação vai sofrer certamente um aumento temporário, em grande medida devido aos efeitos de base do petróleo e do padrão de consumo atípico de há um ano, sendo de esperar que se mantenha num intervalo razoavelmente estável a médio prazo. Neste contexto, a Reserva Federal reafirma a manutenção do estímulo monetário nas suas últimas comunicações e o Executivo continua a avançar através da proposta de dois novos programas de expansão. O primeiro, é o denominado *The American Jobs Plan*, um plano de despesa em infraestruturas por um valor que ascende a 2,3 biliões de dólares num período de cerca de oito anos e que será financiado através de um aumento fiscal que incidirá nas grandes empresas. O segundo plano é o conhecido como *The American Family Plan*, de cerca de 1,8 biliões de dólares em 10 anos, centrado em benefícios de carácter social (cuidados infantis e educação, fundamentalmente) e cujo financiamento resultará de um aumento de impostos aos rendimentos mais elevados.

## ZONA EURO

**Mundo avançado COVID, capítulo final.** Como referíamos anteriormente, a Zona Euro movimenta-se em coordenadas diferentes. Os dados de crescimento do 1T 2021 confirmam que a vaga de COVID-19 do inverno, com a sua sequência de confinamentos e restrições, afetou o ritmo de atividade no arranque do ano. Assim, em termos em cadeia, a Zona Euro caiu 0,6% (-0,7% no 4T 2020). Não obstante, os dados por países divulga-

### EUA: PIB

Variação (%)



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

### EUA: IPC

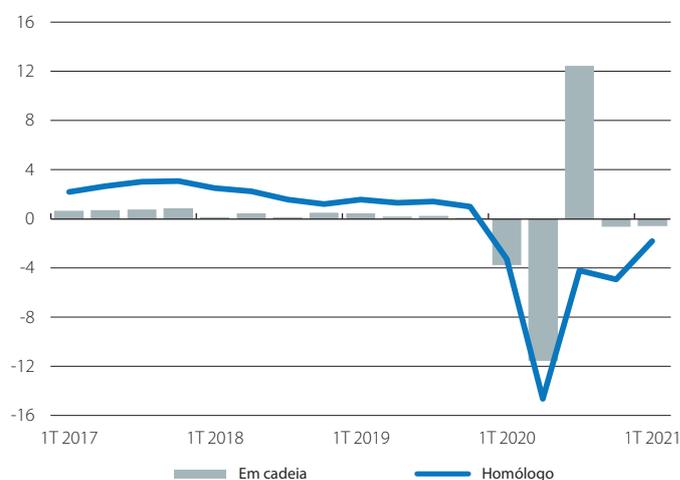
Variação homóloga



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Labor Statistics.

### Zona Euro: PIB

Variação (%)



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

dos sugerem que se mantêm diferenças importantes, geralmente determinadas pela variabilidade da pandemia em várias zonas do continente, com dados ligeiramente melhores que o previsto em França (+0,4% em cadeia), em linha com o esperado em Itália e Espanha (-0,4% e -0,5%, respetivamente) e mais dececionantes na Alemanha (-1,7%).

**Inflação, uma preocupação distante.** O debate sobre a inflação também se mantém na Europa, mas as conclusões não são diferentes das apresentadas anteriormente: vamos assistir a um aumento da inflação, que será temporário (principalmente impulsionado no primeiro semestre, por efeitos de base do petróleo e, no segundo, por efeitos de base devido à redução do IVA alemão em julho de 2020) e, previsivelmente, no final do ano assistiremos a uma descida da inflação. Em termos de perspetivas a médio prazo, a interpretação dominante é que a inflação se manterá em níveis moderados. Por enquanto, os indicadores de mercado que capturam as expectativas de inflação asseguram esta leitura e sugerem uma inflação, a longo prazo, na zona dos 1,5%.

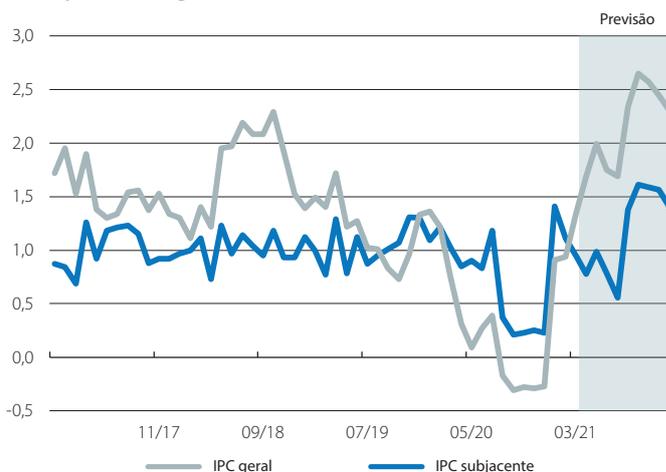
### ECONOMIAS EMERGENTES

**Ásia, duas faces da mesma moeda.** As duas grandes economias asiáticas, a China e a Índia, representam dois lados opostos da pandemia. A China está, como referimos antes, noutra fase. Com a pandemia circunscrita a poucos e controlados surtos locais, o país combina um maior crescimento e condições financeiras mais restritivas em comparação com as outras grandes economias. Além disso, a sua agenda é muito diferente. De início, o enfoque está na qualidade da recuperação, não na intensidade da mesma, e os dados de crescimento do 1T 2021 sugerem que a economia vai no caminho desejado. Assim, e apesar de o avanço ter sido, para o que era habitual, relativamente baixo (+0,6% em cadeia; a taxa homóloga de 18,3%, fornece pouca informação devido ao efeito de base da queda registada no ano passado), os dados mostram uma composição mais equilibrada, com maior peso do consumo privado. Além disso, o Governo está a aproveitar a margem que um crescimento robusto proporciona (não nos esqueçamos que está previsto um crescimento de 8,3% em 2021), para persistir em conseguir uma maior solidez financeira (com uma limpeza das dívidas de baixa qualidade).

**A pandemia, ainda se encontra muito ativa na Índia e noutros países emergentes.** A intensidade do último surto pandémico na Índia captou as atenções. Apesar dos dados disponíveis de vítimas, em termos relativos da população, ainda só refletirem a gravidade da situação em forma de alteração de tendência, o certo é que as expectativas de crescimento, e as entradas de capitais, foram afetadas imediatamente. Num grau ligeiramente menor, a prevalência da pandemia é muito forte no Brasil, entre outros países emergentes. Obviamente que as perspetivas da COVID-19 não irão ser os únicos fatores que vão determinar o crescimento emergente (ver o Focus «Perspetivas das economias emergentes: uma recuperação desigual» nesta edição da *Informação Mensal*), mas, de qualquer maneira, são dados que reforçam o nosso comentário inicial: a vacinação é o verdadeiro ponto de viragem da economia mundial e ainda não chegámos a ele.

### Zona Euro: IPC \*

Varição homóloga

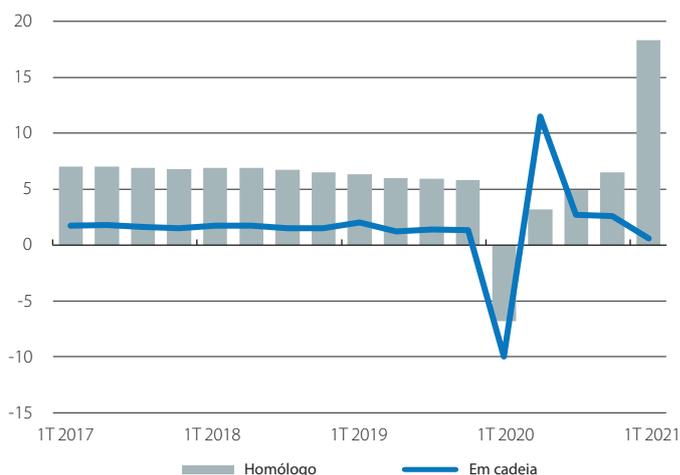


Nota: \* Os dados correspondem ao IHPC.

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

### China: PIB

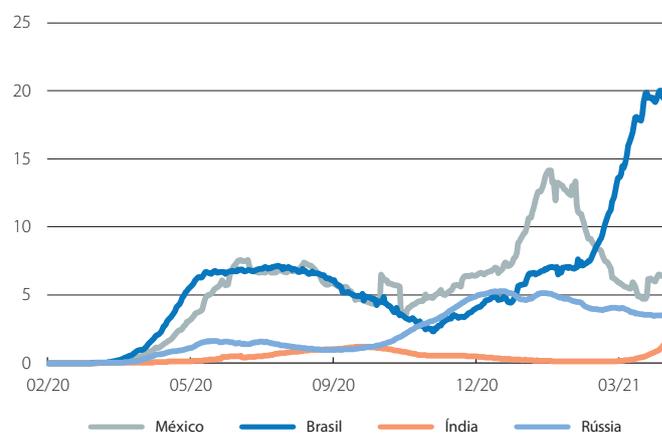
Varição (%)



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

### Óbitos acumulados por COVID-19

Óbitos acumulados de 14 dias por 100.000 habitantes (desde o dia em que foi registado >1 óbito por milhão de habitantes)



Nota: Dados disponíveis até 21 de abril de 2021.

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

## O papel do consumo adiado na recuperação da Zona Euro em 2021

Os confinamentos e restantes medidas para conter a COVID-19 trouxeram consigo um aumento significativo da poupança das famílias europeias. O encerramento do comércio não essencial e de muitas atividades de lazer, juntamente com as restrições à mobilidade e à atividade e um aumento da incerteza, fizeram com que a taxa de poupança da Zona Euro alcançasse um valor máximo de cerca de 25% durante o 2T 2020, face aos 13% registados antes da pandemia.

Esta quantidade de poupança «forçada» pela COVID-19 é substancial tendo, portanto, o potencial de acelerar a recuperação económica quando o controlo da pandemia permitir uma reativação mais sustentada da atividade. Gastarão as famílias europeias estas poupanças quando forem aliviadas as restrições? Com que velocidade? Como causará isto impacto no crescimento económico?

A situação atual não tem precedentes modernos, pois normalmente a queda de receitas que acompanha as recessões tende a afetar a poupança. No entanto, existem alguns exemplos de poupança forçada ao longo da história. Nos EUA, o racionamento e as restrições ao fornecimento durante a Segunda Guerra Mundial ocasionaram um enorme aumento da poupança das famílias americanas, de cerca de 40% do PIB de acordo com algumas estimativas. Após a guerra, as famílias americanas reduziram rapidamente as suas taxas de poupança, oferecendo um impulso adicional à reativação económica<sup>1</sup>.

Salvaguardando as distâncias históricas, no caso atual da Europa a poupança acumulada durante a pandemia é também significativa: pouco mais de 4% do PIB anterior à pandemia no conjunto de 2020. A força com a qual esta poupança pode acelerar a recuperação dependerá dos fatores que causaram a queda do consumo e o aumento da poupança em primeiro lugar: as próprias restrições ao consumo, a incerteza sobre as perspetivas económicas e a evolução dos rendimentos das famílias. Com um modelo simples<sup>2</sup>, identificamos a contribuição destas três forças para a variação do consumo das famílias no conjunto de 2020<sup>3,4</sup>. De acordo com estas estimativas, o grosso do con-

1. Estima-se que, entre 1946 e 1949, foram gastas cerca de 20% das poupanças acumuladas. Ver «Annual Report of the Council of Economic Advisors, Economic Report of the President», fevereiro de 1970 (tabela C-15), disponível em <https://fraser.stlouisfed.org/>.

2. Trata-se de um modelo de primeiras diferenças avaliado através de mínimos quadrados ordinários. Mais em detalhe, avaliamos com dados desde o 1T 1999 até ao 4T 2019 a seguinte equação:

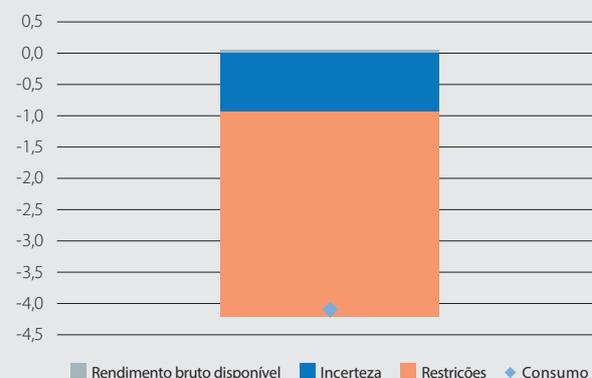
$\Delta \ln C_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln RBD_t + \beta_2 \Delta \ln Incerteza_t + \Delta \epsilon_t$ , onde  $C$  representa o consumo e  $RBD$  o rendimento bruto disponível. O  $R^2$  da regressão é de 42%.

3. Medimos a incerteza com a dispersão de previsões do PIB no painel de analistas do Survey of Professional Forecasters do BCE, especificamente, com o desvio padrão da previsão do crescimento homólogo do PIB no prazo de dois trimestres.

4. Seguindo as metodologias do BCE e do Banco de Espanha, a contribuição das restrições estima-se como o resíduo do modelo (corrigido pelo seu erro histórico de previsão). Ver «COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?» no Boletim Económico do BCE 06/2020 e «A poupança das famílias durante a pandemia e os seus possíveis efeitos sobre a reativação futura do consumo» no Boletim Económico 1/2021 do Banco de Espanha.

### Zona Euro: contribuição para a queda do consumo das famílias

Acumulado 1T 2020-4T 2020 (%)



Fonte: Estimativas próprias do BPI Research, a partir do modelo descrito na nota 2 do Focus.

sumo perdido em 2020 é consequência das restrições, tal como regista o primeiro gráfico, embora o aumento da incerteza também tenha contribuído significativamente para a queda do consumo. Por outro lado, a evolução do rendimento bruto disponível travou parte da queda do consumo, pois ao contrário das recessões tradicionais, em 2020 o rendimento das famílias não retrocedeu mas sustentou-se graças ao apoio fiscal dos países europeus<sup>5</sup>.

Estas contribuições sugerem que, quando o controlo da pandemia permitir levantar as restrições, boa parte da poupança estagnada poderá ser desfeita. Para termos mais pistas sobre a que velocidade e em que valores, aproveitaremos as relações históricas do nosso modelo do consumo para avaliar o impacto em 2021 dos três grandes elementos determinantes que acabámos de identificar. Especificamente, consideramos um cenário no qual a imunização dos grupos de risco desencadeia um levantamento das restrições e uma reativação económica mais sustentada partir do 2T 2021, com uma redução relativamente rápida da incerteza e um crescimento gradual do rendimento das famílias<sup>6</sup>. Neste cenário, o prognóstico do nosso modelo (ver a linha cinzenta no segundo gráfico) sugere um forte recrudescimento da despesa das famílias nos próximos trimestres.

Não obstante, esta projeção é bem mais otimista, dado que assume que o que a incerteza e as restrições retiraram

5. Com dados até ao 3T 2020, os estudos anteriores encontram também uma composição parecida da poupança estagnada durante a pandemia.

6. Mais em detalhe, as restrições não desaparecem neste cenário mas diminuem para níveis equivalentes a um índice de severidade do confinamento (Oxford Stringency Index) inferior aos 30 pontos no segundo semestre. Por sua vez, a incerteza reduz para metade e fica a meio caminho entre os níveis de 2020 e o ponto de partida anterior à pandemia. Finalmente, assumimos que o rendimento bruto disponível (RBD) cresce a um ritmo médio em cadeia ligeiramente inferior a 1% (ou seja, um pouco abaixo da nossa previsão para o PIB da Zona Euro, dado que após ficar isolada da queda do PIB também é de esperar uma menor transposição da recuperação do PIB para o RBD em 2021).

a 2020 em termos de consumo, devolverão com a mesma intensidade a 2021<sup>7</sup>. Ou, por outras palavras, que até dois terços do consumo estagnado em 2020 será desfeito e será materializado em 2021<sup>8</sup>. No entanto, na prática existem vários fatores que sustentarão a recuperação do consumo.

Primeiro, uma parte significativa da poupança acumulada em 2020 provém de uma variedade de serviços não adiados no tempo. Por exemplo, quando as restrições aliviarem e possamos ir a concertos dos nossos grupos favoritos, é provável que no início iremos a mais concertos do que íamos normalmente em tempos anteriores à pandemia, mas torna-se difícil pensar que este impulso inicial compense todos os concertos que perdemos durante 2020. Por outras palavras: a procura retida dissolve-se mais lentamente quando o consumo sacrificado foi consumo de serviços.

Segundo, grande parte da poupança acumulada em 2020 concentra-se nos rendimentos mais altos<sup>9</sup> e são precisamente estes rendimentos os que têm uma propensão marginal mais baixa de consumo, ou seja, quando as restrições aliviarem e começarmos a recuperar os nossos hábitos de consumo anteriores à pandemia, as famílias com maior poder aquisitivo poderão ser as que menos poupança eliminem em termos relativos. Além disso, a experiência de países como os EUA mostra que boa parte das famílias destinaram parte da poupança acumulada em 2020 a reduzir as suas dívidas em vez de gastarem essa poupança<sup>10</sup>.

Terceiro, a pandemia afetará provavelmente as expectativas. Por um lado, as recessões habitualmente fazem com que as famílias se tornem mais avessas ao risco<sup>11</sup>, de modo que as medidas cautelares continuam a pesar sobre o consumo, embora a incerteza diminua. Por outro lado, existe a possibilidade que, face ao importante aumento da dívida pública resultante das medidas de apoio tomadas durante esta crise, as famílias possam reter preventivamente parte da poupança acumulada para enfrentarem futuras subidas de impostos<sup>12</sup>.

Todos estes elementos sugerem que a redução da incerteza e o levantamento das restrições vão repercutir de maneira menos intensa sobre o consumo. Podemos inte-

7. Em termos técnicos, a projeção assume uma simetria de elasticidades, entre 2020 e 2021, das forças de incerteza, restrições e rendimento sobre o consumo.

8. Para obter a fração do consumo retido que é desfeito, comparamos a projeção do consumo a qual representa a linha laranja (ver o segundo gráfico), que corresponde ao crescimento do consumo que observaríamos se este fosse impulsionado exclusivamente pelo rendimento das famílias (ou seja, a linha laranja mostra a evolução do consumo num cenário no qual nem as restrições nem a incerteza levantam a sua carga).

9. Assim o mostram os dados no Reino Unido e de França, entre outros. Ver «Spending and saving during the COVID-19 crisis: evidence from bank account data», The Institute for Fiscal Studies 2020, ou Bounie, D., et al. (2020). «Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Transaction Bank Data». Covid Economics 59: 1-39.

10. Ver o Focus «O consumo apoiará a recuperação norte-americana em 2021?» na IM01/2021.

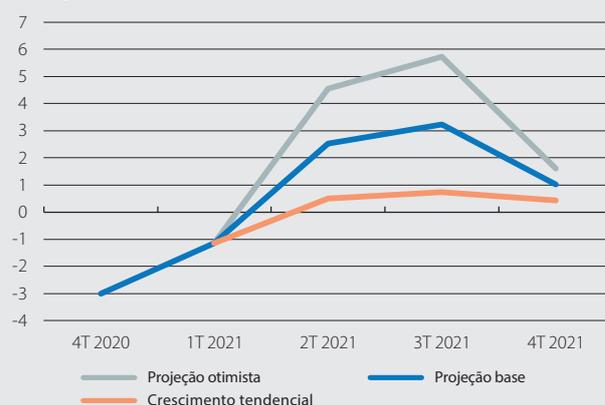
11. Ver Malmendier, U. e Nagel, S. (2011). «Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?». The Quarterly Journal of Economics, 126 (1), 373-416.

12. Este fenómeno é chamado equivalência ricardiana.

13. Em termos técnicos, assumimos que as elasticidades das variáveis de incerteza e restrições mencionadas anteriormente se reduzem para metade.

## Zona Euro: consumo das famílias

Varição em cadeia (%)



Fonte: Projeções próprias do BPI Research, baseadas no modelo descrito na nota 2 do Focus.

## Zona Euro: PIB

Índice (100 = 4T 2019)



Fonte: Projeções próprias do BPI Research, baseadas no modelo mencionado na nota 15 do Focus.

grar esta menor intensidade no nosso modelo<sup>13</sup> e obtemos uma projeção mais ponderada do consumo em 2021<sup>14</sup> (ver a linha azul do segundo gráfico): desapareceria um terço da poupança estagnada em 2020.

Com tudo isto, é provável que a procura retida ajude a acelerar a reativação a qual, embora possivelmente desfeita de forma imperfeita, terá um impacto significativo sobre o conjunto da atividade económica (ver o terceiro gráfico). De facto, as nossas estimativas sugerem que, no cenário otimista, a diluição das poupanças retidas poderá adicionar 2,5 p.p. ao PIB da Zona Euro em 2021 ou, no cenário mais ponderado, pouco mais de 1 p.p. (em ambos os casos relativamente ao cenário no qual não se desfaz nada da procura retida pela pandemia)<sup>15</sup>.

14. A variação anual em 2021 seria de 3,5%, um pouco mais conservadora que a previsão da Comissão Europeia (4,3%) e ligeiramente mais otimista que a previsão do BCE (3,0%).

15. Transferimos para o PIB as projeções para o consumo apresentadas anteriormente com o modelo semiestrutural do BPI Research para a Zona Euro. Trata-se de um modelo de equilíbrio geral com oito equações estimadas e 20 equações auxiliares que a curto prazo é determinado pela procura agregada, enquanto a longo prazo a procura e a oferta agregada se igualam.

## Os estabilizadores do rendimento disponível

A pandemia da COVID-19 provocou em 2020 uma queda histórica do consumo das famílias. Na Zona Euro, a queda atingiu 15,4% no 2T do ano e situou-se em -8,1% no conjunto do ano, tendo sido registadas quedas mais fortes nos países mais afetados pela primeira vaga da pandemia. No entanto, ao contrário das crises anteriores, as quedas do consumo não foram acompanhadas por quedas semelhantes no rendimento disponível das famílias.

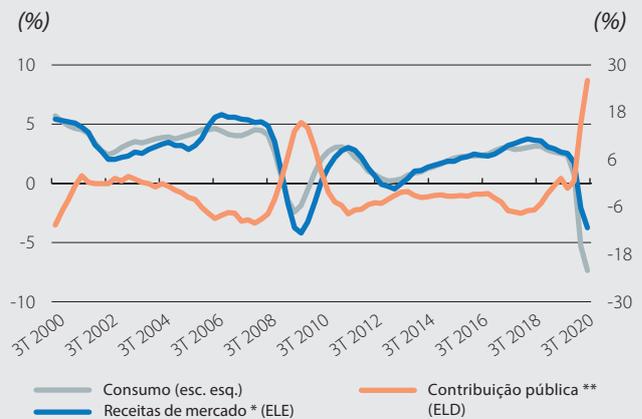
### A evolução do rendimento disponível na Zona Euro em ano de pandemia

Em 2020, o rendimento disponível bruto das famílias (RDB) manteve-se praticamente constante na Zona Euro relativamente ao ano anterior<sup>1,2</sup>. Esta dinâmica é explicada pelo comportamento do mercado de trabalho e pelos diversos programas públicos de apoio ao emprego e ao rendimento das famílias.

Em primeiro lugar, face a uma queda inabitual do PIB, de 6,8% em 2020, o aumento da taxa de desemprego foi muito moderado (de 7,6% para 8,0%) graças, em grande parte, aos programas de apoio aos rendimentos do trabalho, alguns já existentes mas que foram ampliados e outros criados para fazer frente à pandemia, como os programas de ajustamento temporário de emprego (*Layoff*), que geralmente implicam uma redução subsidiada (parcial ou total) do horário de trabalho, de caráter temporário<sup>3</sup>. Na ausência destas medidas, estima-se que o aumento na taxa de desemprego tenha sido entre 1 e 1,5 p.p. mais elevado na média da UE<sup>4</sup>. Além disso, aos programas destinados a apoiar diretamente a remuneração dos trabalhadores, somaram-se as várias medidas de apoio a trabalhadores independentes e a empresas que, indiretamente, ajudaram a favorecer a manutenção de postos de trabalho e de remunerações. Com tudo isto, como mostra o segundo gráfico, no conjunto da Zona Euro as remunerações do trabalho caíram 2%, um número relativamente pequeno em comparação com a queda da atividade económica verificada.

1. O RDB inclui remunerações dos trabalhadores e rendimentos de capital (que incluem rendimentos provenientes de propriedades, como alugueres, juros ou dividendos, o excedente bruto de exploração e rendimento misto), remessas internacionais e prestações sociais do Estado, líquidas de impostos e contribuições sociais.
2. Como referência, no auge da crise financeira, o RDB da Zona Euro acumulava uma queda de 0,9% no 3T 2009.
3. Os programas de ajustamento temporário de emprego (*lay-off*) ajudaram a sustentar 50 milhões de empregos na OCDE durante a primeira vaga da pandemia, 10 vezes mais do que durante a crise financeira de 2009 (ver OCDE, 2020, «Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond»). É evidente que o ajustamento foi predominantemente na margem «intensiva»: no 3T, a percentagem de adultos empregados na Zona Euro caiu 1 p.p. em comparação com o ano anterior, enquanto as horas trabalhadas caíram 5 p.p.
4. Embora a dispersão seja importante, nalguns países estima-se que o aumento da taxa de desemprego poderia ter sido até 4 p.p. maior. Ver Comissão Europeia (2021) «SURE: Taking Stock After Six Months - Report on the European instrument for Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak pursuant to Article 14 of Council Regulation (EU) 2020/672».

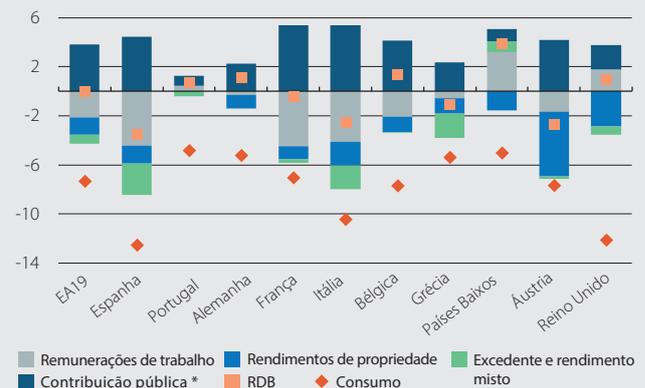
### Estabilizadores automáticos, receitas e consumo



**Notas:** Variação homóloga acumulada de três trimestres até o 3T 2020. \* Equivalem a remunerações do trabalho, rendimentos de propriedade, excedente bruto de exploração e rendimento misto. \*\* Equivale a benefícios sociais líquidos de impostos pessoais e contribuições sociais.

### Consumo, rendimento disponível e política de apoio às famílias

Variação homóloga (%)



**Nota:** \* «Contribuição pública» inclui benefícios sociais líquidos de impostos pessoais e contribuições sociais. Dados acumulados do ano até ao 3T 2020.

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

Em segundo lugar, as ajudas públicas diretas (em forma de transferências ou adiamento/redução de impostos e contribuições sociais) a nível agregado compensaram a queda nas remunerações. Foram implementadas importantes medidas fiscais diretamente destinadas às famílias, tanto do lado da despesa pública – com um grande número de benefícios sociais criados ou alargados para enfrentarem meses de turbulência – como do lado da fiscalidade – principalmente, medidas temporárias com o objetivo de fornecerem às famílias um «balão de oxigénio» financeiro temporário para enfrentarem necessidades imprevistas como, por exemplo, com a extensão dos benefícios por baixa médica, subsídio para o cuidado de filhos ou diferimento de impostos e outras prestações.

Especificamente, como é possível observar no quarto gráfico, os benefícios sociais na Zona Euro contribuíram em

cerca de 3 p.p. para estabilizar o RDB e compensar as quedas dos rendimentos das famílias. Por outro lado, e ao contrário das crises anteriores, as medidas fiscais também ajudaram significativamente para a estabilização do RDB, com uma contribuição de 1 p.p.

### Diferenças entre países: o mix fiscal

A evolução do RDB e do mercado de trabalho na Zona Euro esconde um elevado grau de heterogeneidade entre países, reflexo de diferenças na virulência da pandemia e as consequentes restrições à atividade, a sensibilidade diversa a estas restrições por parte da estrutura económica de cada país e a diversidade das políticas fiscais aplicadas. As remunerações do trabalho sofreram quedas mais acentuadas em Espanha, França e Itália, de cerca de 4%, enquanto na Alemanha e em Portugal as oscilações foram quase nulas e, no outro extremo, na Holanda, os salários aumentaram 3%. Paralelamente, as diferenças no mix de políticas fiscais foram também substanciais e ilustram as diferentes estratégias dos países para enfrentarem os efeitos imediatos da pandemia. Espanha, Portugal e Alemanha tiveram uma resposta predominante em termos de políticas de despesa social. Por outro lado, em França e Itália as medidas fiscais tiveram um papel importante (+3 e +2 p.p., respetivamente) para a estabilização do RDB<sup>5</sup>.

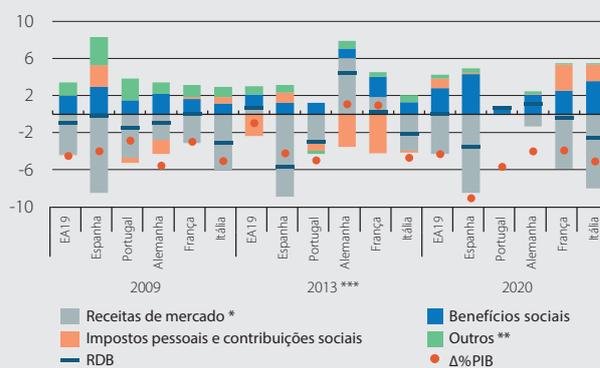
Boa parte da heterogeneidade entre países também se explica pelas diferenças na conceção e na generosidade das medidas de apoio ao mercado de trabalho. Por exemplo, estes programas podem oferecer um subsídio às horas não trabalhadas (tal como acontece em Espanha, Portugal, Alemanha e França), um subsídio salarial (equivalente a um subsídio às horas trabalhadas, como é o caso da Austrália ou da Polónia) ou um sistema híbrido onde as empresas recebem um subsídio proporcional à perda de rendimentos (Holanda)<sup>6</sup>. Além disso, também existem diferenças importantes na taxa de substituição das remunerações, dos seus limites máximos, dos tipos de contratos abrangidos, da sua extensão ao longo do tempo e da contribuição das empresas. Todas estas diferenças ficam refletidas na taxa de substituição efetiva: se nos centramos nos trabalhadores com salários médios e na redução total do horário de trabalho, enquanto em Espanha, Itália ou Bélgica a taxa de substituição efetiva se situa em cerca de 50%, em Portugal, Alemanha e França estes programas garantem entre 60% e 70% dos rendimentos anteriores do trabalhador. Na Holanda, a taxa de substituição efetiva é de 100%<sup>7</sup>. Muitos países limitaram também estes subsí-

5. Para mais detalhes sobre as várias respostas fiscais à pandemia nos países da Zona Euro, ver Bruegel (2020), «The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus» e Haroutunian, S. et al. (2021). «The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis» ECB Economic Bulletin, 1.

6. O caso da Holanda é particular. As empresas recebem um subsídio que pode atingir 90% da perda de receitas, mas por outro lado possui uma obrigatoriedade de manterem uma contribuição mínima de 10% do salário (no caso de redução total do horário) enquanto os trabalhadores têm 100% do seu salário garantido. Por outro lado, tal como acontece com os sistemas de subsídios salariais, pode ser utilizado o subsídio estatal para compensar as horas trabalhadas.

### Benefícios sociais e tributação direta como estabilizadores do RDB

Variação homóloga (%)



Notas: \* «Receitas de mercado»: remunerações de trabalho, rendimentos de propriedade, excedente bruto de exploração e rendimento misto. \*\* «Outros»: todas as outras categorias não incluídas anteriormente (transferências de capital, outras transferências correntes...), tanto do lado das receitas como do lado dos pagamentos das famílias. Dados acumulados do ano até ao 3T 2020. \*\*\* É calculada a variação entre o 3T 2013 e o 3T 2011 para refletir a dupla contração do PIB em Espanha, Portugal e Itália.

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

dios apenas para casos de redução total de horas de trabalho (Reino Unido ou Grécia).

### Estabilizadores para a reativação económica: momento de reativar o targeting

Em 2020, a política fiscal demonstrou um maior grau de coordenação, dimensão e velocidade de resposta que em crises anteriores e conseguiu isolar a economia de cicatrizes mais profundas no mercado de trabalho e no tecido empresarial. No conjunto dos países da Zona Euro, os estabilizadores automáticos e as medidas fiscais extraordinárias também conseguiram proteger o rendimento das famílias de fortes oscilações nas remunerações do trabalho e o capital. A resiliência foi uma das palavras do ano, mas esta não teria sido possível sem o *Kurzarbeit*, a *Activité partielle*, os ERTE e vários programas públicos de apoio às famílias e às empresas. Daqui para a frente, a política fiscal continuará a ser fundamental. Por um lado, a fase de recuperação e os fundos Next Generation EU representam agora uma oportunidade única para reativar e transformar a economia europeia. Por outro lado, a política fiscal terá que se concentrar novamente nos seus pontos mais fortes: continuar a ajudar os grupos sociais mais vulneráveis, oferecer assistência aos setores económicos mais sensíveis e alinhar incentivos privados para ajudar a construir uma economia mais dinâmica, mais inclusiva e mais sustentável.

(Veja uma versão estendida deste artigo em [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt))

7. Geralmente, a taxa de substituição efetiva é superior para trabalhadores com salários mais baixos. Para trabalhadores com redução total do horário de trabalho e com dois terços dos salários médios, a taxa de substituição efetiva sobe para mais de 70% em Espanha, Bélgica e França. Para mais detalhes sobre o desenho dos programas de ajustamento temporário de emprego (Layoff), ver OCDE (2020), «Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond».

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

## ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	01/21	02/21	03/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,2	-3,5	-9,0	-2,8	-2,4	0,4	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,0	2,2	-4,8	5,4	4,7	11,3	9,8	6,1	18,2
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	90,0	93,1	93,8	96,1	88,9	90,4	109,0
Produção industrial	0,9	-6,7	-14,2	-6,3	-4,3	-2,0	-2,1	-4,8	1,0
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	45,7	55,0	59,0	61,4	58,7	60,8	64,7
Habitções iniciadas (milhares)	1.295	1.395	1.079	1.432	1.584	1.613	1.642	1.457	1.739
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	224	229	239	...	245	248	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	13,1	8,8	6,8	6,2	6,3	6,2	6,0
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	52,9	56,1	57,4	57,6	57,5	57,6	57,8
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-3,3	-2,7	-2,9	-3,3	...	-3,3	-3,5	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	0,4	1,2	1,2	1,9	1,4	1,7	2,6
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,3	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3	1,6

## JAPÃO

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	01/21	02/21	03/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	0,3	-4,9	-10,3	-5,8	-1,3	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	24,6	30,5	33,0	33,3	29,9	33,9	36,1
Produção industrial	-2,7	-10,6	-20,7	-12,7	-4,2	...	-2,2	-3,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-34,0	-27,0	-10,0	5,0	-	5,0	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	2,7	3,0	3,0	...	2,9	2,9	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	0,1	-0,5	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,1	0,2	-0,8	-0,4	-0,6	-0,4	-0,1
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,3

## CHINA

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	01/21	02/21	03/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	6,0	2,3	3,2	4,9	6,5	18,3	-	-	-
Vendas a retalho	8,1	-2,9	-4,0	0,9	4,6	33,9	...	33,8	34,2
Produção industrial	5,8	3,4	4,4	5,8	7,1	24,5	...	35,1	14,1
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	50,8	51,2	51,8	...	51,3	50,6	51,9
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	421	535	411	450	535	639	65	38	14
Exportações	0,5	3,6	-0,2	8,4	16,7	49,0	24,8	-29,8	30,6
Importações	-2,7	-1,1	-9,9	2,9	5,0	27,9	26,9	-44,1	38,1
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	2,7	2,3	0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,4
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	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	7,1	6,9	6,6	6,5	6,5	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	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	2,4	-1,0	-6,6	2,4	1,3	...	-2,9	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	-1,3	-8,6	-20,3	-6,9	-1,5	...	-1,6	...	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-18,5	-14,4	-15,6	-13,7	-14,8	-10,8	-8,1
Sentimento económico	103,7	88,2	72,0	88,5	91,4	95,3	93,4	100,9	110,3
PMI indústrias	47,4	48,6	40,1	52,4	54,6	58,4	57,9	62,5	62,9
PMI serviços	52,7	42,5	30,3	51,1	45,0	46,9	45,7	49,6	50,3
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,2	-1,6	-2,9	-2,1	-1,9	...	...	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	7,6	8,0	7,6	8,6	8,3	8,2	8,2	8,1	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,1	4,2	4,2	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	8,5	8,1	7,2	9,1	8,1	7,9	8,0	7,9	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	10,0	9,3	8,5	9,9	9,8	10,2	-	10,1	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	1,3	-6,7	-14,6	-4,1	-4,9	-1,8	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	0,6	-5,1	-11,2	-3,8	-3,3	-3,0	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	1,5	-8,2	-18,6	-3,7	-4,8	1,5	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	0,3	-8,9	-18,1	-5,2	-6,6	-1,4	-	-	-

## Preços

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Inflação geral	1,2	0,3	0,2	0,0	-0,3	1,1	0,9	1,3	...
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,9	0,6	0,2	1,2	1,1	0,9	...

## Setor externo

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
<b>Balança corrente</b>	2,5	2,4	2,3	2,2	2,4	...	2,5	...	...
Alemanha	7,5	7,0	6,8	6,8	7,0	...	6,9	...	...
França	-0,7	-1,9	-1,4	-1,7	-1,9	...	-1,8	...	...
Itália	3,2	3,5	3,0	3,4	3,5	...	4,8	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	92,4	93,9	93,3	95,6	95,7	...	95,3	94,9	95,4

## 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	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	3,8	6,3	7,1	7,1	7,0	6,4	7,0	5,3	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,4	3,2	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0	3,3	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	...	1,2	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	...	1,3	...	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	8,0	12,9	12,9	14,1	15,2	16,1	17,0	14,2	...
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	0,3	1,0	1,4	1,0	1,0	1,0	...
Instrumentos negociáveis	-1,9	10,0	7,1	10,9	18,3	13,1	13,8	7,1	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	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 ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

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

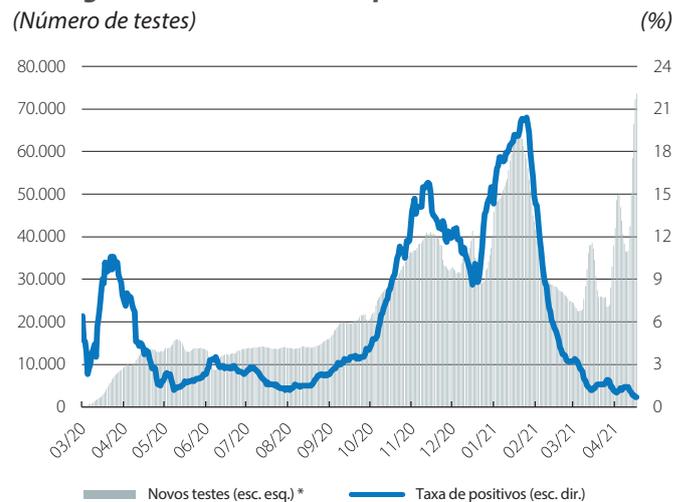
## Portugal retoma a recuperação ao sair do confinamento

**A pandemia marcou o 1T 2021, mas as dinâmicas epidemiológicas melhoram sustentadamente.** Tal como é detalhado mais abaixo, o confinamento severo do início do ano saldou-se numa contração do PIB no 1T 2021 (-3,3% em cadeia e -5,4% homólogo). No entanto, nos últimos meses, os números da COVID-19 melhoraram sustentadamente, tanto em novas infeções como relativamente à pressão hospitalar e ao processo de vacinação (no final de abril, cerca de 25% da população tinha recebido pelo menos uma dose, em linha com a maior parte dos países europeus e o dobro de há um mês). Assim, foi dada continuidade a uma reabertura paulatina da economia, que já permitiu a abertura de atividades como a restauração (com capacidade limitada) e o ensino em todos os níveis.

**Os indicadores sugerem uma melhoria da atividade após a contração do PIB no 1T.** Castigado pela pandemia e devido a um confinamento severo no início do ano, o PIB contraiu 3,3% em cadeia (-5,4% homólogo) no 1T 2021, situando-se quase 10% abaixo dos níveis anteriores à pandemia. Embora ainda não tenha sido divulgado o detalhe por componentes, os indicadores sugerem que a contração reflete a fragilidade, tanto da procura interna como da externa. No entanto, os primeiros dados relativos a abril indicam já uma recuperação significativa no decorrer do 2T. Por exemplo, o indicador diário de atividade do Banco de Portugal recuperou para níveis de dezembro 2020, e outros indicadores como vendas de automóveis, vendas de cimento ou pagamentos com cartão, refletem também uma melhoria significativa. O desenrolar do processo de vacinação é um fator crucial para a recuperação e esperamos que a imunização dos grupos de risco permita uma reativação económica mais sustentada a partir do 2T. Além disso, os fundos europeus, no quadro do programa NGEU, ajudarão também a estimular o crescimento nos próximos anos (Portugal foi o primeiro país em entregar o Plano de Recuperação à Comissão Europeia em abril, solicitando quase 14.000 milhões de euros em transferências entre 2021 e 2026, o que equivale a cerca de 6% do PIB). Com tudo isto, em abril o FMI ajustou a sua previsão de crescimento para Portugal em 2021 para 3,9%, indicando um crescimento de 4,8% em 2022.

**Sinais ambivalentes no mercado de trabalho.** Em março, o emprego aumentou em 13.300 pessoas relativamente ao mês anterior, enquanto a taxa de desemprego desceu para 6,5% (6,8% em fevereiro). No entanto, o mercado de trabalho está ainda longe de recuperar os níveis anteriores à pandemia. Por um lado, existem ainda 55.300 ocupados menos que antes da COVID, enquanto (de acordo com as nossas estimativas) cerca de 6% dos empregados se encontram sujeitos a um programa de ajustamento temporário de emprego (o denominado "layoff"). Além disso, a diminuição do desemprego pode não

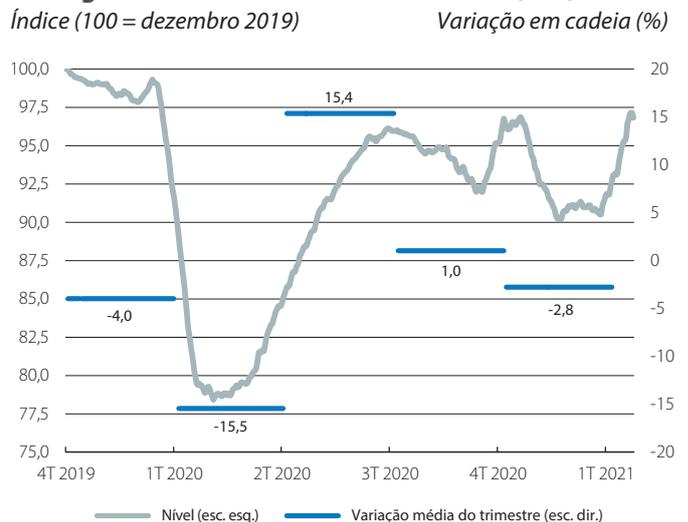
### Portugal: testes COVID-19 e positividade



Nota: \* Média móvel de sete dias.

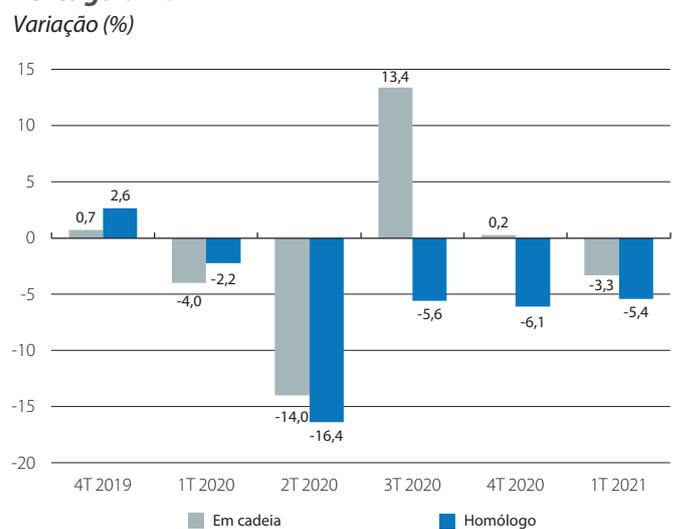
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Direção-Geral da Saúde.

### Portugal: indicador de atividade diária (DEI)



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

### Portugal: PIB



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

refletir bem a realidade, dado que responde a um aumento da população inativa (existem pessoas disponíveis para trabalhar mas que não podem procurar emprego por causa das restrições à mobilidade que a pandemia impõe). De facto, o número absoluto de desempregados registados aumentou em março pelo quarto mês consecutivo, tendo alcançado um valor máximo que não era observado desde 2017. Este aumento do desemprego concentrou-se principalmente no comércio e no alojamento e na restauração, dois dos setores mais castigados pela pandemia.

**A pandemia aumenta a balança corrente para uma posição deficitária.** Os últimos dados mostram que o saldo da balança corrente desceu para  $-1,3\%$  em fevereiro de 2021 (em comparação com o superavit de  $+0,6\%$  em fevereiro de 2020). Esta deterioração reflete maioritariamente a fragilidade do turismo, que arrastou o superavit da balança de serviços para  $+3,7\%$  do PIB, enquanto, do lado positivo, a balança de bens reduziu o seu défice para  $-5,4\%$  do PIB, menos 2,4 p.p. do que há um ano. No entanto, nos próximos trimestres é de esperar uma certa recuperação da balança corrente, impulsionada pelo início da recuperação do turismo.

**O turismo mantém-se frágil.** No período de março de 2020 a fevereiro de 2021, o número de hóspedes caiu 71% para 8 milhões e o número de dormidas 72% para 20 milhões relativamente ao período homólogo. Para estes dados contribuiu maioritariamente o comportamento dos turistas não residentes, com uma descida de 85% face aos 50% por parte dos residentes. As receitas totais dos estabelecimentos turísticos caíram 74%. Em março de 2021 foram registados 283.700 hóspedes e 636.100 dormidas ( $-59\%$  e  $-66\%$ , respetivamente), números menos negativos que os do mês anterior mas ainda muito longe dos números de março de 2019 (1,9 milhões de hóspedes e 4,6 milhões de dormidas). Esperamos que a situação do setor comece a melhorar nos próximos trimestres (especialmente na segunda metade do ano) impulsionada pelo controlo da pandemia e pela aceleração do processo de vacinação.

**A carteira de crédito ao setor privado não financeiro continua a evoluir favoravelmente.** Em março, a carteira de crédito a particulares aumentou 1,8% homólogo, impulsionada pelo crédito à habitação, enquanto a carteira de crédito ao consumo continuou a cair como consequência do impacto das medidas de confinamento no consumo das famílias. No que respeita ao crédito às empresas, a carteira registou um crescimento de 11,1% homólogo. A dinâmica da carteira de ambos os segmentos reflete o apoio das moratórias de crédito. Por outro lado, de acordo com o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, são observados critérios de concessão de crédito mais restritivos no 1T 2021, especialmente para as pequenas e médias empresas e para o crédito ao consumo e outros fins. Por sua vez, foi detetado um leve aumento da procura de crédito por parte das pequenas e médias empresas e particulares e uma diminuição no caso das grandes empresas.

### Portugal: desemprego registado nos centros de emprego

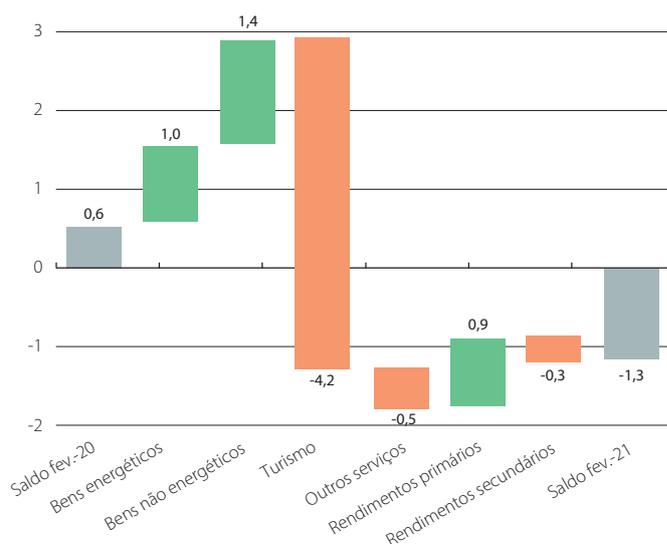
(Milhares de pessoas)



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

### Portugal: saldo da balança corrente e contribuição por componentes

(% do PIB)



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

### Portugal: crédito ao setor privado \*

Março de 2021

	Saldo (milhões de euros)	Varição homóloga (%)
<b>Crédito a particulares</b>	124.333	1,8
Crédito à habitação	98.799	2,6
Outros fins	25.535	-1,0
Consumo	18.834	-1,5
<b>Crédito às empresas</b>	75.402	11,1
<b>Crédito ao setor privado</b>	199.735	5,1

Nota: \* Crédito concedido ao setor privado não financeiro. Exclui securitizações.

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

## Mercado imobiliário: um resistente no meio da tempestade

- No meio da tempestade provocada pela pandemia, o mercado residencial vacilou, mas não quebrou. O ambiente de maior incerteza e os constrangimentos ditados pela pandemia justificaram o adiamento de decisões de compra de casa, retirando pressão sobre os preços, que mesmo assim avançaram 8% in 2020.
- Normalmente, o setor imobiliário reage com desfasamento a alterações no PIB, assim espera-se que em 2021 o mercado arrefeça mais pronunciadamente. Mas este será um movimento transitório e o mercado deverá começar a recuperar já em 2022. Os fundos do Next Generation EU que estão previstos ser alocados ao setor imobiliário jogarão um importante papel na dinamização do mercado.

Em 2020 foram transacionadas 171.800 casas, menos 9.678 do que em 2019. Uma perda que se concentrou no segundo trimestre, graças ao primeiro confinamento restrito que durou 45 dias. Resumidamente, na primeira metade do ano foram transacionadas 76.930 casas, menos 9,5 mil do que no período homólogo. Mas no segundo semestre ficou claro que o mercado não quebrou e o número de transações ficou muito próximo do do mesmo período de 2019.

A resiliência do mercado foi também visível no comportamento dos preços. Estes avançaram 8,4% em 2020, apenas menos 1,2 pontos percentuais do que em 2019. Aliás um olhar mais retrospectivo sugere que o que se observou em 2020 foi a consolidação da tendência de abrandamento do ritmo de crescimento dos preços, após o pico de 2018.

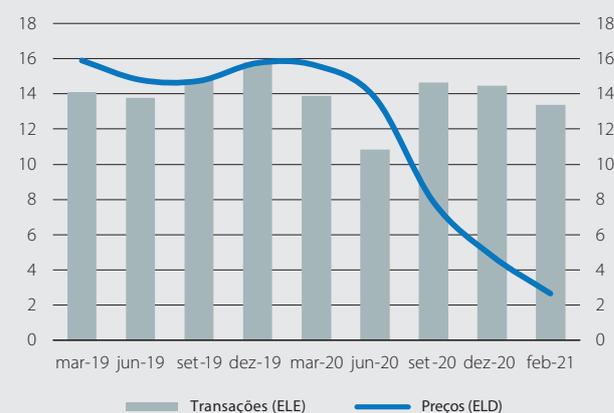
A redução das transações concentrou-se nas casas usadas, tendo as novas praticamente estabilizado. Este facto refletiu-se numa desaceleração mais acentuada do ritmo de crescimento dos preços das casas usadas para 8,7% (menos 1,4 pontos percentuais do que em 2019) do que das casas novas, cujos preços aumentaram 7,4%, apenas menos 2 décimas do que em 2019.

A resiliência do mercado explicar-se-á em parte pelo habitual desfasamento temporal entre movimentos da economia e do mercado imobiliário, mas também pelas medidas implementadas para mitigar o impacto da pandemia, evitando aumento abrupto do desemprego e queda, também abrupta, do rendimento. Realmente, a taxa de desemprego acabou por só aumentar 3 décimas, para 6,8%; e o rendimento disponível das famílias cresceu 1% no conjunto do ano<sup>1</sup>. Também o regime de moratórias, que, em 2020, abrangeu 17,8% dos empréstimos para compra de casa e 14,2% dos devedores com crédito à habitação, terá evitado a necessidade de alienações urgentes, que teriam levado a um ajuste mais pronunciado dos preços. Adicionalmente, a procura de casa também encontra suporte nas condições financeiras favorá-

1. Aumento do rendimento disponível terá beneficiado muito provavelmente do aumento dos salários na função pública e do salário mínimo nacional, mas também dos apoios dados às famílias no âmbito da crise Covid.

2. O fim do regime de visto gold (atribuição de autorização de residência a não-residentes que investem em Portugal) em Lisboa, Porto e Algarve tem vindo a ser adiado. Atualmente o seu fim está programado para 31 de dezembro.

### Portugal: transações médias mensais e preços mil, tvh



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial Imobiliário.

veis. Por fim os sucessivos adiamentos do fim do regime de vistos *gold*<sup>2</sup> têm favorecido um arrefecimento mais lento do mercado. Apesar das restrições à mobilidade em 2020, foram concedidos 1094 vistos, totalizando um investimento de 590 milhões de euros, equivalente a 2,2% do valor das transações em 2020 (2,6% em 2019).

Os indicadores do lado da oferta indicam que a oferta residencial aumentou em 2020, mais um fator a contribuir para a redução da pressão sobre os preços. Realmente, o setor da construção foi um dos poucos que cresceu em 2020 (3,2%). A conclusão de novas habitações abrandou, mas continuou a crescer acima dos 20%. Todavia, os novos licenciamentos desaceleraram em 2020, sugerindo quebra no ritmo de construção residencial no futuro. Em 2020 os novos licenciamentos aumentaram 3,2%, muito abaixo dos quase 19% de 2019.

Para 2021, a informação disponível é ainda muito limitada, mas tanto os preços como as transações sugerem que o mercado está menos dinâmico. Segundo a Confidencial Imobiliário, os preços abrandaram significativamente nos dois primeiros meses do ano, passando de taxas de crescimento em torno de 5% no final de 2020 para 2,7% em fevereiro; da mesma forma, a avaliação bancária apresenta um movimento de desaceleração mais moderada, passando de um crescimento homólogo de 6% no fim de 2020 para 5,7% em fevereiro.

Embora nos próximos meses possa haver recuperação ligeira nas transações, reflexo de alguma procura reprimida nos meses de confinamento, a expectativa é de que no conjunto do ano estas voltem a cair, retirando pressão sobre os preços. Muitos dos principais fatores por detrás da esperada queda nas transações e nos preços dependem da evolução das medidas de apoio à atividade adotadas para combater a pandemia. Alguns destes fatores são i) aumento do desemprego e consequente perda de rendimentos por parte das famílias (resultante do fim esperado dos apoios ao emprego), e ii) fim das moratórias. No entanto, a procura continuará a beneficiar das condições financeiras favoráveis, ancoradas à política monetária acomodatória do BCE.

Adicionalmente, duas outras forças podem reduzir a pressão sobre os preços: i) presença mais reduzida de não residentes; ii) ausência do impulso que o turismo deu ao mercado nos últimos anos<sup>3</sup>. A este último aspeto juntam-se os sinais de redução dos novos licenciamentos que, a confirmar-se, se traduzirá na diminuição do ritmo de entrada de novas casas no mercado, contribuindo para travar uma queda abrupta dos preços.

Mas este será um período de contração transitório. Para além da normalização da atividade económica que o controlo da pandemia permitirá, é expectável que os fundos que Portugal irá receber através do Plano de Recuperação e Resiliência e a identificação pela União Europeia da renovação dos edifícios como uma das prioridades para a transição ecológica impulsionem o mercado residencial, já a partir de 2022. Inicialmente através da dinamização da construção residencial, mas depois através da valorização do parque habitacional.

### **O Next Generation EU, um suporte para o setor imobiliário**

*O Plano de Recuperação e Resiliência apresentado por Portugal à União Europeia, no âmbito do Next Generation EU, prevê alocar às áreas de reabilitação de edifícios e melhoria da eficiência energética, 2,2 mil milhões de euros a fundo perdido, ou seja, cerca de 15% do total das subvenções. Estes recursos irão apoiar 26 mil agregados familiares com carências habitacionais<sup>4</sup>.*

*No campo da eficiência energética, Portugal enfrenta grandes desafios, já que 82% do stock de edifícios residenciais (cerca de 3,3 milhões de edifícios) foram construídos antes de 1990<sup>5</sup> e apresentam pobre desempenho energético. O mesmo documento refere que foram identificadas necessidades de investimentos em edifícios na ordem dos 6 mil milhões de euros para que a neutralidade energética seja atingida em 2050.*

*Paralelamente, o cumprimento do objetivo de responder positivamente às cerca de 26 mil famílias carenciadas até 2026 implicará, em média, construir/reabilitar 4.222 habitações por ano (em 2020, foram construídas 17,260 novas habitações em Portugal).*

3. Entre 10-15% dos proprietários de alojamento local em Lisboa e Porto transitaram do regime de alojamento local para o de arrendamento de longa duração (<https://www.idealista.pt/news/imobiliario/habitacao/2021/01/22/46014-donos-de-al-nas-grandes-cidades-estao-a-migrar-para-arrendamento-de-longa-duracao>). E o Turismo de Portugal refere que o registo de alojamentos locais caiu 50% em 2020.

4. Resultado do levantamento da quantidade de famílias com carências habitacionais realizado pelo Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana em 2018.

5. European Investment Bank, The potential for investment in energy efficiency through financial instruments in the European Union, Portugal in-depth analysis, maio 2020.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Índice coincidente para a atividade	1,1	-5,1	-6,1	-6,4	-5,1	-3,6	-3,7	-2,8	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-2,2	-7,0	-23,5	-0,7	-2,5		-2,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-24,8	-19,1	-14,5	-13,9	-14,1	-12,9	-10,1
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	5,9	-0,7	-0,8	-0,6	-0,7	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	-5,7	-21,6	-1,5	1,0	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> – avaliação bancária)	10,4	8,3	9,0	6,9	6,0	6,1	5,7	6,8	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-75,7	-29,7	-57,6	-75,7	-86,3	-84,8	-86,3	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-36,9	-37,2	-18,0	-20,4	-21,3	-21,5	-19,3
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-12,1	-1,1	-1,9	-8,2	-14,9	0,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,2	-5,0	-6,4	-6,5	-4,3	-1,3	-1,3	-0,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-27,7	-26,9	-26,2	-24,4	-24,4	-23,0	-21,0
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	1,0	-2,0	-3,8	-3,0	-1,0	...	-1,4	-0,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,8	5,6	7,8	7,1	...	6,8	6,5	...
<b>PIB</b>	<b>2,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-16,4</b>	<b>-5,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,4</b>	...	-	...

**Preços**

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Inflação global	0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,2	0,4	0,5	0,5	0,5
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,7	0,1	0,1

**Setor externo**

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	-6,8	-7,8	-10,2	...	-11,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-15,1	-7,6	-12,0	-15,1	...	-17,5	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,4</b>	...	<b>-2,4</b>	...	...
Bens e serviços	1,6	-3,6	-0,6	-3,0	-3,6	...	-3,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,2	0,4	0,8	1,2	...	1,1	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>2,6</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	...	<b>0,3</b>	...	...

**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	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	9,0	9,2	10,1	10,6	11,5	10,6	...
À vista e poupança	14,8	18,8	20,1	18,4	18,8	18,5	21,1	18,5	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	-1,0	0,4	1,4	2,4	1,8	2,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-21,2	-15,7	-13,8	-21,2	-23,6	-10,3	-23,6	...
<b>TOTAL</b>	<b>5,2</b>	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>	<b>10,7</b>	<b>9,4</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	-0,1	4,6	0,5	2,1	4,6	5,1	5,0	5,1	...
Empresas não financeiras	-3,7	10,5	1,0	4,4	10,5	11,1	11,8	11,1	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	-0,1	0,7	2,1	2,6	2,3	2,6	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	1,5	1,3	-1,2	-1,0	-2,2	-1,0	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,3	-9,7	-5,7	-4,3	-5,1	-4,3	-5,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>-0,3</b>	<b>4,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	...	...	...	...

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: a vacina marca o ritmo da reativação económica

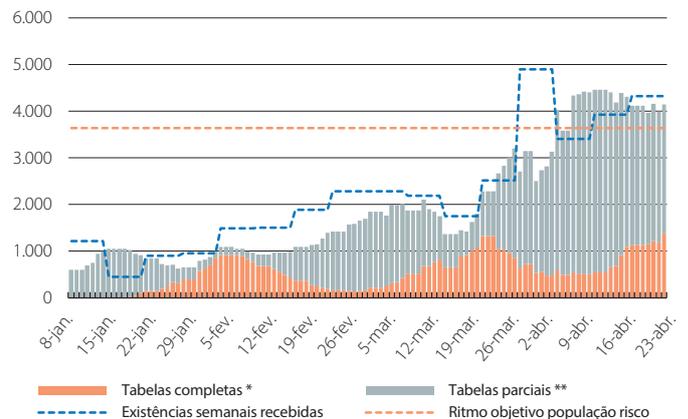
**Intensifica-se a corrida entre as vacinas e a pandemia.** Após o fim da terceira vaga de contágios no mês de março e o subsequente relaxamento das medidas de restrição, no mês de abril o registo de contágios voltou a aumentar de forma muito paulatina até se estabilizar nas duas últimas semanas em torno dos 8.000 contágios diários, um valor significativo mas ainda muito distante dos máximos de 36.000 registados no pico da terceira vaga. Desta maneira, ainda é incerto se nos encontramos no prelúdio de uma nova vaga da pandemia ou se o avanço contido das infeções destas últimas semanas mostra que a vacinação está a ter impacto sobre as dinâmicas agregadas do contágio do vírus – elemento fulcral para a recuperação económica dos próximos trimestres –. Na semana de 22 a 29 de abril, a incidência de contágios situou-se nos 232 casos por cada 100.000 habitantes, muito perto do limite considerado crítico de 250 e a percentagem de camas nas Unidades de Cuidados Intensivos dos hospitais ocupadas por pacientes COVID oscilou perto do limite crítico (25%). No que diz respeito ao processo de vacinação, os dados mostram uma aceleração acentuada graças ao aumento da receção de vacinas. Assim, o ritmo de vacinação das últimas três semanas já se situou acima do necessário para atingir o objetivo do Governo em vacinar 70% da população maior de 16 anos antes do final de setembro. O ritmo atual é também superior ao necessário para vacinar 90% da população maior de 60 anos (população de maior risco) no final de maio, um elemento fundamental para continuar a avançar no levantamento de restrições e favorecer, quer uma reativação económica mais sustentada quer uma recuperação da mobilidade internacional durante o verão.

**O PIB caiu ligeiramente no 1T 2021 devido ao maior número de restrições e ao impacto da tempestade Filomena.** Assim, o PIB caiu 0,5% em cadeia no 1T 2021, um registo em linha com as nossas previsões, tendo ficado 9,4% abaixo do nível anterior à crise (4T 2019). A queda da atividade no 1T não é surpreendente dado que o trimestre teve um mau começo, afetado severamente pela terceira vaga de contágios (com o conseqüente aumento das restrições) e pelo impacto da tempestade Filomena. Contudo, o trimestre foi recuperando e o impacto final sobre a atividade foi contido. Por componentes de procura, a queda deveu-se principalmente ao recuo do consumo privado e do investimento (-1,0% e -1,9% em cadeia, respetivamente). Em contrapartida, o consumo público manteve a tendência positiva dos trimestres anteriores e cresceu 0,5% em cadeia, enquanto a procura externa contribuiu também positivamente devido a uma queda das importações muito superior à das exportações.

**A incerteza marca a evolução do 2T.** Apesar de há meses o processo de vacinação se ter iniciado, em caso algum a corrida entre as vacinas e a pandemia tem sido mais evidente que neste trimestre. Com algo mais de 25% da população com a primeira dose da vacina administrada no final de abril, a perspetiva de aceleração do processo de vacinação poderá pressupor um *impasse*, especialmente quando se tem em conta a evidência da sua eficácia e a experiência de países como o Reino Unido, onde o número de contágios diminuiu de forma muito significativa com pouco mais de 50% da população com uma dose administrada. Contudo, a incerteza continua a ser elevada. Por enquanto, os indicadores de atividade disponíveis para o mês de abril mostram que a recuperação iniciada em março prossegue. Assim, o indicador CaixaBank de consumo interno manteve-se inalterado em termos homólogo-

### Espanha: ritmo de vacinação e receção semanal de existências

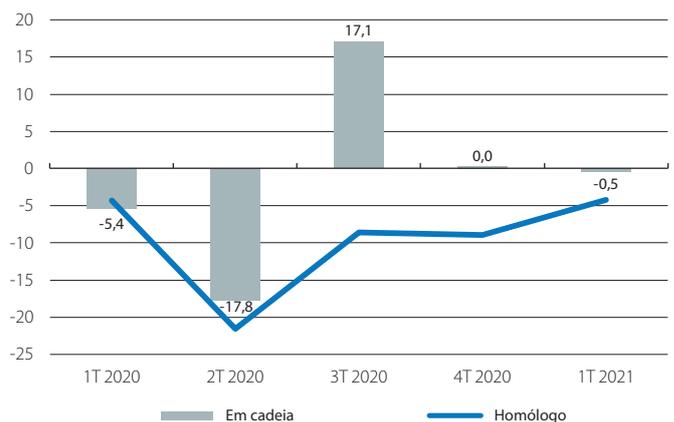
Doses por 100.000 habitantes (acumulados de 7 dias)



**Notas:** \* Tabela completa: 2.ª dose das vacinas da Pfizer, Moderna ou AstraZeneca, ou 1.ª dose da vacina da Janssen-J&J. \*\* Tabela parcial: 1.ª dose das vacinas da Pfizer, Moderna ou AstraZeneca.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Saúde espanhol.

### Espanha: PIB

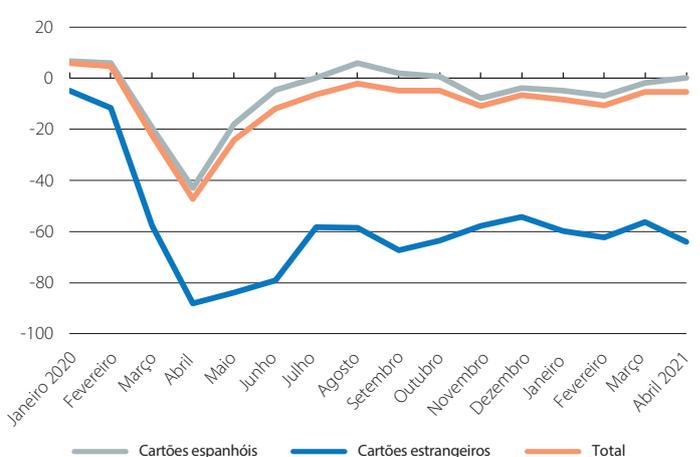
Variação (%)



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

### Espanha: indicador de consumo do CaixaBank\*

Variação homóloga (%)



**Nota:** \* Este indicador inclui a despesa com cartões emitidos pelo CaixaBank, a despesa de não clientes em TPAs do CaixaBank e levantamentos em caixas automáticas do CaixaBank.  
**Fonte:** BPI Research, a partir de dados internos.

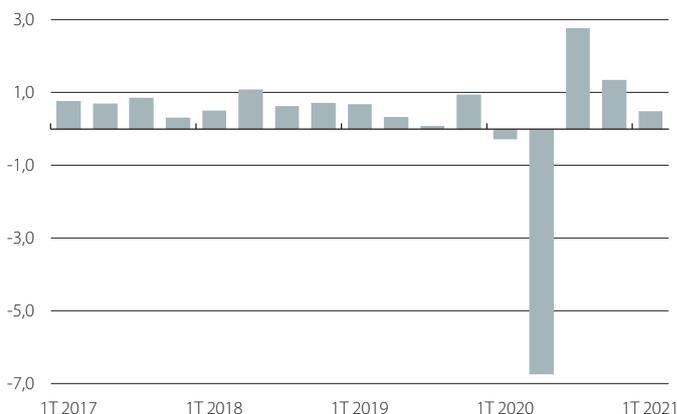
gos em abril, acima dos -2% em termos homólogos do mês de março e da média de -4% do 1T 2021. O índice PMI para o setor industrial continuou a aumentar tendo alcançado os 57,7 pontos em abril (56,9 em março), a leitura mais alta desde dezembro de 1999. Além disso, o indicador homólogo do setor dos serviços subiu fortemente e alcançou os 54,6 pontos, tendo sido a primeira vez que indica que a atividade do setor está a crescer desde julho do ano passado e é o maior registo desde finais de 2019.

**O Inquérito à População Ativa do 1T reflete o impacto da terceira vaga do vírus.** Os dados de ocupação e desemprego foram relativamente positivos no 1T, mas as más condições climáticas, as quarentenas devido à terceira vaga da COVID-19 e a reintrodução de restrições à mobilidade provocaram uma queda das horas trabalhadas e da população ativa. Especificamente, em termos positivos, a queda da ocupação (-0,7% em cadeia) é uma situação habitual no 1T, e em termos ajustados de sazonalidade manteve um crescimento menor mas ainda positivo (+0,5%). Além disso, o desemprego diminuiu em 65.800 pessoas, para 3,65 milhões, e a taxa de desemprego caiu 1 décima, para 16,0%. No entanto, em termos negativos, destaque para a contração do número de horas efetivas trabalhadas (-1,6% em cadeia), reflexo de um forte aumento dos empregados que não trabalharam por causas de doença e incapacidade (+96.300 no trimestre, +221.100 em comparação com há um ano atrás). A população ativa diminuiu significativamente em 203.400 pessoas e quebrou a tendência de recuperação dos trimestres anteriores, o que poderá refletir que as restrições de mobilidade tenham reduzido as possibilidades de emprego. Por sua vez, em abril, o número médio de inscritos na Segurança Social (S. S.) aumentou em 134.396 pessoas, para 19,055 milhões de pessoas, superando pela primeira vez desde março do ano passado os 19 milhões. Os empregados afetados pelo ERTE (Layoff), que continuam inscritos na S.S. e que não são contabilizados como desempregados, desceram em 86.910, para 650.180 em média. Deste modo, de acordo com as nossas estimativas, os inscritos que não estão em ERTE (Layoff) irão descer 6,1% homólogo em abril, uma melhoria relativamente à queda ocorrida em março (-6,5%).

**A inflação continua a subir, acompanhada pelos preços da energia.** Em abril, a inflação continuou a subir fortemente e atingiu os 2,2% homólogo (1,3% em março), uma subida que, à espera do detalhe por componentes, se explicará na sua totalidade pelo comportamento dos preços da energia. Se se confirmar o dado antecipado, os preços da eletricidade registrarão uma nova subida, enquanto os preços dos combustíveis manterão uma contribuição positiva devido à queda ocorrida em abril do ano passado. Em contrapartida, a inflação subjacente (que exclui as componentes mais voláteis) caiu 0,3 p.p. para 0,0%, reflexo do comportamento contido da atividade.

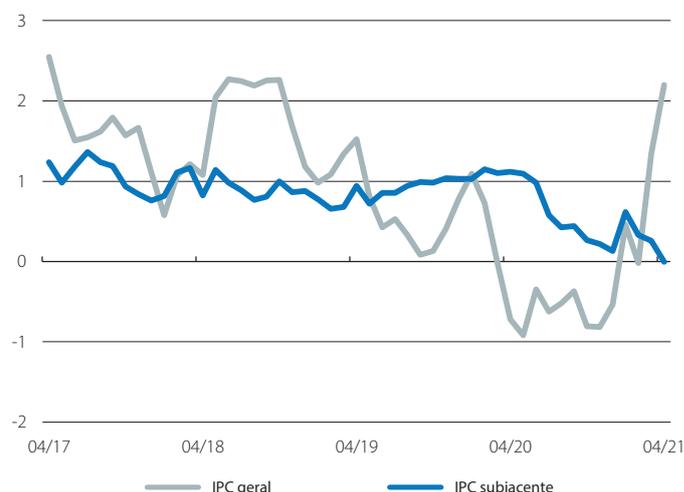
**Avanços no Plano de Recuperação em Espanha.** No final de abril, o Governo enviou o Plano de Recuperação à Comissão Europeia, necessário para aceder aos fundos do NGEU. Nele é detalhada a repartição dos 70.000 milhões de euros (M€) de transferências do Mecanismo de Recuperação europeu previstos para 2021-2023: são combinados investimentos que podem ser rapidamente implementados, como a reabilitação de habitações (6.820 M €), infraestruturas de transporte (6.667 M€) ou mobilidade sustentável (6.536 M€), juntamente com outros investimentos mais a médio prazo, como redes digitais e 5G (4.000 M€) ou hidrogénio renovável (1.555 M€). No respeitante às reformas, é proposta uma simplificação de contratos de trabalho para reduzir a forte dualidade do mercado de trabalho, embora os detalhes acerca desta reforma, bem como a reforma relacionada com as pensões e a reforma fiscal, sejam ainda muito poucos.

**Espanha: emprego (dados ajustados de sazonalidade)**  
Variação em cadeia (%)



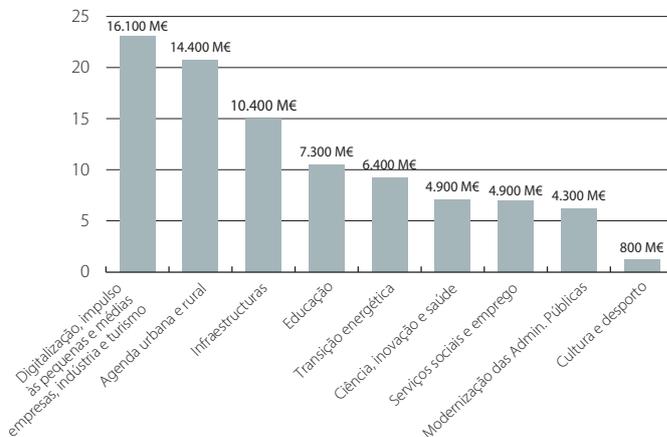
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

**Espanha: IPC**  
Variação homóloga (%)



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

**Espanha: dotação dos fundos europeus (políticas de alavancagem)**  
(% do total)



Nota: Números em milhões arredondados. Dotação dos 70.000 milhões de euros do Mecanismo de Recuperação e Resiliência.

Fonte: BPI Research, a partir do Plano de Recuperação, Transformação e Resiliência do governo espanhol.

## O Plano de Recuperação de Espanha: da teoria à prática

O Governo espanhol já enviou para a Comissão Europeia o Plano de Recuperação e Resiliência. Agora, a Comissão tem dois meses para o avaliar e o Conselho Europeu mais um mês para o aprovar.

### Dotação e investimentos

Espanha espera receber cerca de 70.000 milhões de euros (M€) entre 2021 e 2023 sob o conceito de transferências a fundo perdido do Mecanismo de Recuperação e Resiliência europeu<sup>1</sup>. A estes se poderão somar mais 70.000 M€ de fundos na forma de empréstimos que Espanha poderá solicitar para completar os investimentos e financiar programas de políticas públicas. Logo após o Conselho Europeu aprovar o Plano, Espanha receberá um primeiro pagamento automático de cerca de 9.000 M€ sob o conceito de pré-financiamento (o restante irá sendo enviado em função do cumprimento dos marcos intermédios e da implementação de reformas).

O Plano de Recuperação descreve para que serão destinados os 70.000 M€ de transferências e as principais características das reformas em 30 grandes áreas (estas, por sua vez, desdobram-se em 110 projetos de investimento e em 102 reformas). São combinados investimentos que podem ser rapidamente implantados, com uma ampla tração territorial e setorial e que podem criar emprego (reabilitação de habitações, veículos elétricos, placas solares, pontos de carga, investimentos em infraestruturas de transporte...) em conjunto com outros investimentos mais transformacionais (hidrogénio, baterias, etc.). Estes investimentos serão centrados em setores fundamentais, tal como é possível observar no primeiro gráfico.

O Governo previu gastar 26.600 M€ através dos fundos europeus em 2021 e a estratégia inicial é focá-los principalmente em projetos que possam ser implementados rapidamente (mais de 40% dos investimentos previstos este ano estão concentrados na energia, infraestruturas, mobilidade sustentável e reabilitação de habitações).

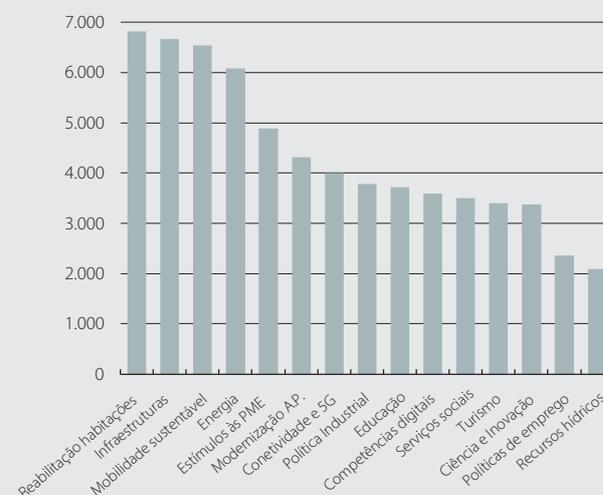
A envergadura do Plano constitui o principal desafio para se atingir uma alta eficiência na execução. O impacto final dependerá em grande medida da capacidade de implementação e que os fundos sejam atribuídos aos projetos que produzem um maior efeito de expansão na economia. Para tirar o máximo partido deles, será fundamental uma boa conceção dos critérios e procedimentos de avaliação e seleção dos projetos.

### Governança

A governança poderia ter beneficiado de uma maior implicação de especialistas externos, tanto do mundo académico como de instituições e empresas, na gestão e acompanhamento do Plano. Na sua conceção atual, o principal órgão de governança do Plano será uma Comis-

1. Para completar os fundos europeus do NGEU, Espanha receberá também 12.000 milhões em transferências do programa REACT-EU, que serão destinados principalmente a programas de saúde e de educação das Comunidades Autónomas.

### Dotação dos fundos europeus: rubricas principais (Milhões de euros)



**Nota:** Referimo-nos aos 70.000 milhões de euros do Mecanismo de Recuperação e Resiliência. A eles é preciso somar 12.000 milhões de fundos REACT-EU que serão destinados em boa parte à saúde e educação.

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

são Interministerial onde participarão todos os ministros. Cada ministério efetuará o acompanhamento e gerirá a implementação dos programas do seu âmbito. A nível da coordenação entre administrações, serão utilizados acordos entre ministérios e comunidades autónomas (C. A.) para canalizar fundos de determinados projetos (por exemplo, na habitação) e haverá uma Conferência Setorial, presidida pela ministra das Finanças.

Cabe destacar que a gestão do próprio Plano de Recuperação deverá ser concebida como uma reforma estrutural *per se*, visto representar uma grande oportunidade para melhorar a eficiência das políticas públicas. Neste sentido, dada a sua dimensão e duração, em vez de comprometer *ex ante* onde gastar todos os recursos, seria oportuno incluir uma fase de aprendizagem inicial na qual se testaria a efetividade de vários projetos ou mecanismos para posteriormente os avaliar e concentrar os seguintes desembolsos nas áreas com maior tração.

Para que esta fase de aprendizagem tenha sucesso, é imprescindível impulsionar uma cultura e estrutura institucionais orientadas para a avaliação de resultados no âmbito das Administrações públicas (A. P.). Deverão ser criados mecanismos de avaliação *ex post* dos vários projetos do NGEU com a participação de especialistas independentes para redirecionar mais recursos para aqueles que estejam a funcionar melhor.

### Reformas

É positivo constatar a vontade de executar reformas profundas em todos os âmbitos fulcrais (mercado de trabalho, pensões, educação, modernização das Administrações Públicas, criação de negócios e dimensão empresarial...), embora os conteúdos sejam ainda genéricos.

No âmbito do trabalho, é destacado o grande calcanhar de Aquiles do mercado de trabalho, a sua elevada dualidade: por um lado, pessoas com empregos sem termo e, pelo outro, trabalhadores – na sua maioria jovens – com altas taxas de precariedade que encadeiam contratos temporários ou trabalham a tempo parcial<sup>2</sup>. O Plano defende uma simplificação das modalidades contratuais com o objetivo de generalizar o contrato sem termo e devolver ao contrato temporário a causalidade correspondente à duração limitada. Pretende-se favorecer o uso do contrato fixo-descontínuo para atividades sazonais e penalizar a excessiva utilização de contratos de muito curta duração. O essencial será que esta reforma tenha suficiente ambição para verificar as modalidades contratuais e tornar realmente mais atraente a contratação sem termo. No Plano é mencionada também a consolidação de um mecanismo de ajustamento interno alternativo ao despedimento<sup>3</sup> (uma espécie de ERTE (*Layoff*) estrutural), como ajustamentos de horas trabalhadas perante quedas transitórias da procura e de acompanhamento em processos de reconversão setorial; uma medida positiva que permitirá dotar as empresas de uma maior flexibilidade para reagirem a choques adversos e diminuir a destruição de emprego em épocas difíceis. Estas reformas da área do trabalho estão previstas para 2021.

Quanto às pensões, é essencial garantir a sustentabilidade do sistema com uma reforma acordada politicamente, duradoura e transparente, para que as pessoas possam efetuar um bom planeamento das suas poupanças ao longo do tempo. No Plano são estipuladas várias propostas interessantes como i) maiores incentivos para atrasar a idade da reforma através de melhorias económicas da pensão e benefícios para empresas que mantenham os trabalhadores mais velhos (aprovação prevista para 2021), ii) impulsionar planos de pensões de emprego (prevista no primeiro semestre de 2022) com atuações como: planos de pensões de emprego de promoção pública geridos pelas empresas privadas, deslocação de incentivos fiscais (por concretizar) para estes planos em vez dos planos individuais, transferência dos direitos de contribuição a partir de empresas anteriores e extensão dos planos através de acordos setoriais entre empresas e trabalhadores, ou iii) revisão dos parâmetros do sistema de pensões (previsto o mais tardar para 2022) para assegurar a sustentabilidade do sistema e não sobrecarregar excessivamente os jovens, incluindo variáveis como a esperança de vida, o rácio entre pensionistas e trabalhadores ou a despesa agregada.

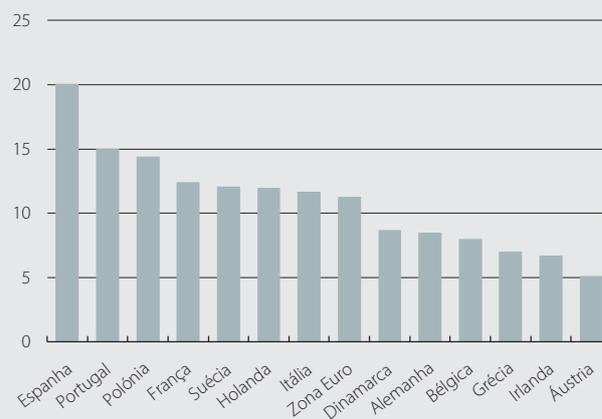
Além disso, subirá a base máxima de contribuição, uma medida que resultará no aumento dos custos do trabalho das empresas (as cotizações sociais em Espanha são superiores à média europeia). Não são divulgados números relacionados com o aumento previsto, mas para atenuar o seu impacto esta medida será implementada muito gradualmente ao longo de 30 anos após a sua aprovação antes do final de 2022.

2. Para todos os detalhes sobre estas disfuncionalidades, ver o Focus «O que a contratação esconde» na IM03/2019.

3. Será financiado com um fundo com contribuições do setor privado (planeia-se utilizar a diferença produzida em períodos de expansão entre contribuições por desemprego e as despesas em prestações de desemprego) e do Estado.

## Contratos temporários em 2020

(% sobre o total de emprego)



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

Tal como dizíamos, o programa NGEU é por si só uma grande oportunidade para modernizar as Administrações Públicas, um fator fundamental para que possuam a agilidade e capacidades técnicas para executarem os fundos da melhor maneira possível. Neste sentido, uma quantia elevada dos fundos (4.315 M€) será destinada a modernizar as Administrações Públicas. Para além de reforçar as suas infraestruturas tecnológicas, seria desejável que fosse dada prioridade a investimentos em capital humano e formação (*upskilling* e *reskilling*) e à implantação de métodos de avaliação de políticas públicas.

Finalmente, uma comissão de especialistas encarregar-se-á da elaboração de uma reforma fiscal, cuja maior parte será executada em 2023, com o objetivo de reduzir o elevado défice estrutural principalmente através de um aumento da receita fiscal. Neste sentido, é positivo que esteja previsto implementar a maior parte das medidas quando a recuperação estiver consolidada. Especificamente, as principais medidas planeadas são uma revisão dos benefícios fiscais, um aumento dos impostos verdes, alterações no imposto sobre as sociedades – para que abranja as atividades da economia digital e atinja uma tributação mínima de 15% – e no que respeita ao património um nível mínimo de tributação em todas as Comunidades Autónomas. Será benéfico que a reforma fiscal elaborada tenha em conta o impacto de cada medida sobre a atividade para evitar uma diminuição da competitividade da economia. Além disso, as alterações nas receitas não se deverão limitar a uma análise integral sobre as contas públicas que ponha o foco em dar novamente prioridade à despesa pública para utilizações mais produtivas e em melhorar a sua eficácia.

Definitivamente, o Plano de Recuperação é um extenso documento que parte de um diagnóstico acertado das principais fragilidades que a economia espanhola deve abordar, que coincidem com as fragilidades indicadas repetidamente pela Comissão Europeia. Nos próximos meses, estes bons propósitos serão dotados de um maior conteúdo, sendo o momento de confirmar que o caminho é o correto. É preciso passar da teoria à prática.

**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	01/21	02/21	03/21	04/21
<b>Indústria</b>										
Índice de produção industrial	0,7	-9,5	-6,7	-23,2	-5,3	-2,5	-2,3	-2,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-5,4	-27,8	-11,9	-11,0	-6,6	-9,6	-5,7	2,6
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	48,2	39,4	51,4	51,1	49,3	52,9	56,9	57,7
<b>Construção</b>										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	0,1	-12,5	-19,1	-19,9	-19,8	-21,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,9	-3,6	-12,1	-18,0	-17,9	-18,8	-19,3	...	...
Preço da habitação	5,1	2,1	3,2	2,1	1,7	1,5	-	-	-	-
<b>Serviços</b>										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,8	-1,0	-22,8	-50,7	-72,5	...	...	...	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	42,5	28,4	47,3	43,0	41,7	43,1	48,1	54,6
<b>Consumo</b>										
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-3,6	-18,4	-3,5	-2,8	-9,5	-6,1	14,9	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-27,6	-68,6	-7,5	-13,2	-51,5	-38,4	128,0	1.787,9
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-10,3	-27,9	-26,9	-26,3	-23,7	-25,2	-17,4	-11,6
<b>Mercado de trabalho</b>										
População empregada <sup>1</sup>	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 <sup>2</sup>	2,6	-2,0	1,2	-4,4	-3,0	-2,0	-1,7	-2,1	-0,5	3,2
<b>PIB</b>	<b>2,0</b>	<b>-10,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-21,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,9</b>	-	-	-	-

**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	01/21	02/21	03/21	04/21
Inflação global	0,7	-0,3	0,6	-0,7	-0,5	-0,7	0,5	0,0	1,3	2,2
Inflação subjacente	0,9	0,7	1,1	1,1	0,5	0,2	0,6	0,3	0,3	...

**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	01/21	02/21	03/21	04/21
<b>Comércio de bens</b>										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	1,0	-7,2	-8,9	-10,0	-11,1	-11,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-1,0	-9,3	-13,3	-14,7	-16,0	-16,6	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>26,6</b>	<b>7,4</b>	<b>27,5</b>	<b>18,1</b>	<b>11,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>4,6</b>	...	...
Bens e serviços	37,5	16,7	37,9	27,7	20,3	16,7	16,2	14,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,9	-9,3	-10,4	-9,6	-8,8	-9,3	-8,5	-10,3	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>30,8</b>	<b>12,4</b>	<b>32,0</b>	<b>22,6</b>	<b>16,3</b>	<b>12,4</b>	<b>12,4</b>	<b>9,2</b>	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>3</sup>**

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	01/21	02/21	03/21	04/21
<b>Depósitos</b>										
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	4,4	8,0	9,0	8,7	9,9	9,0	7,9	...
À vista e poupança	10,7	12,3	8,9	13,0	13,8	13,7	15,4	14,0	12,6	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-16,4	-16,1	-16,5	-17,1	-18,7	-19,7	-20,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	-6,2	-6,6	5,2	11,8	11,2	7,8	13,3	...
<b>TOTAL</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,2</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>										
Setor privado	-1,5	1,2	-1,0	1,5	2,0	2,4	2,3	2,6	1,8	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	-1,7	6,1	7,1	7,9	8,0	9,1	6,1	...
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-1,1	-1,1	-0,7	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	2,5	0,7	0,3	-0,1	-1,8	-2,4	-1,5	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	1,7	0,1	1,1	8,8	5,5	10,0	13,0	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	...	...

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.

## O consumo de cada geração em tempos normais... e em tempos de pandemia

Cada geração tem o seu próprio padrão de consumo. Os jovens, mais propensos à mudança e ávidos por novidades, tendem a concentrar a atenção de anunciantes e empresas de *marketing* com a intenção de os atrair e de se anteciparem às futuras tendências de consumo. Contudo, a população adulta é o grupo que aglutina a maior parte do consumo. Em 2019, a população dos 30 aos 64 anos efetuou 73% da despesa total com cartões<sup>1</sup>. Além disso, os maiores de 65 anos possuem maior poder de compra do que no passado e representam uma percentagem cada vez mais elevada da população. Em 2020, 1 em cada 5 espanhóis tinha 65 anos ou mais e, em 2035, 26,5% da população estará nesta faixa de idade<sup>2</sup>.

Sabemos que a COVID-19 afetou muito o consumo, tanto pelas próprias restrições à mobilidade como pela maior incerteza económica<sup>3</sup>. De acordo com os dados das contas nacionais do INE espanhol, o consumo privado em Espanha caiu 12,4% em termos reais em 2020, uma queda inclusivamente mais acentuada que a queda registada pelo PIB (10,8%). No entanto, a COVID-19 terá afetado da mesma forma os hábitos de consumo de cada geração ou os mesmos tipos de bens? Como consumíamos antes e durante a pandemia?

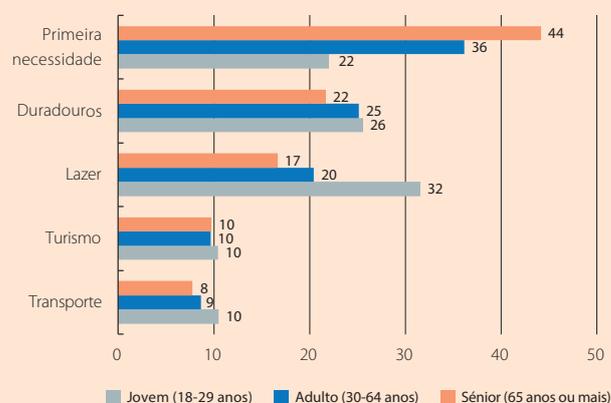
Para responder a estas perguntas, dado que fontes públicas como o inquérito aos orçamentos familiares do INE de Espanha só estão disponíveis até 2019, consultámos os dados internos do CaixaBank, que já permitem separar a evolução do consumo de cada geração durante a pandemia ao longo de 2020<sup>4</sup>. Neste sentido, analisámos os dados de pagamentos com cartão de 13,4 milhões de clientes do CaixaBank, completamente anonimizados e classificados em três faixas etárias distintas: jovem (dos 18 aos 29 anos), adulto (dos 30 aos 64 anos) e sénior (dos 65 anos em diante). Os seus hábitos de consumo são representativos do consumo que cada geração faz em Espanha<sup>5</sup>, e começaremos a estudá-los em tempos normais para os poder comparar depois com o fatídico ano de 2020.

### Consumo *millennial* (jovens), adulto e sénior em tempos normais

Em Espanha, em períodos sem restrições à atividade (como 2019, ano que tomamos como base de referência), jovens, adultos e seniores possuem uma propensão diferente para o consumo de cada tipo de bem, resultado das suas várias preferências e recursos (ver o primeiro gráfico). A maior parte do consumo dos seniores é dedicada a bens de primeira necessidade (alimentação e farmácia, 44%), enquanto os adultos e jovens destinam a estes bens uma percentagem menor (36% e 22%, respetivamente). Pelo contrário, os jovens são a geração que mais gasta em lazer (32%), muito acima dos adultos e dos seniores. A proporção do consumo total dedicado a bens duradouros (eletrónica, têxtil, móveis...) é mais parecida entre gerações, cerca de um quarto da totalidade, embora com diferenças dependendo da tipologia. Por exemplo, os jovens dedicam proporcionalmente quase metade do consumo de bens duradouros ao têxtil e aos desportos (47%), em comparação com os 41% de adultos e os 35% de seniores. Por último, a proporção de consumo destinada ao turismo e aos transportes é a mais parecida entre gerações, ambas cerca ou ligeiramente abaixo dos 10%, embora os níveis de despesa sejam diferentes<sup>6</sup>.

### Espanha: distribuição do consumo por geração e tipo de despesa

(% do total da despesa de cada geração em 2019)



**Nota:** Dados internos de consumo de cartões emitidos pelo CaixaBank (exclui levantamentos de numerário em caixas automáticas).

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

### Consumo *millennial*, adulto e sénior em tempos de pandemia

Durante os primeiros meses da pandemia, as restrições à atividade afetaram o consumo de todas as gerações, que reduziram drasticamente o seu consumo (medido em termos homólogos). Em abril foram observadas as quedas máximas, entre 60 e 80% em lazer e restauração e em bens duradouros, chegando a superar os 85% em transportes e no turismo (ver o segundo gráfico). A única exceção foi a melhoria no consumo de bens de primeira necessidade, que registou aumentos superiores a 50%. Este aumento atrasou-se alguns meses para os seniores, possivelmente porque em muitos casos familiares e amigos tenham assumido as compras para os seus seniores.

1. De acordo com dados internos de consumo de cartões emitidos pelo CaixaBank (exclui o levantamento de numerário em caixas automáticas).

2. INE de Espanha. «Projeções de população. 2020-2070».

3. Ver, por exemplo, González, J. M., Urtasun, A. e Pérez, M. (2020). «Evolución del consumo en España durante la vigencia del estado de alarma: un análisis a partir del gasto con tarjetas de pago». Boletim económico do Banco de Espanha, n.º 3, 2020. O Cox, N. *et al.* (2020). «Initial Impacts of the Pandemic on Consumer Behavior: Evidence from Linked Income, Spending, and Savings Data». BFI Working Paper.

4. Para uma abordagem geral, ver o Focus «Analisando o consumo privado durante a crise da COVID-19» na IM07/2020.

5. A proporção de consumo médio e de cada geração observada nos dados do Monitor de Consumo do CaixaBank é muito parecida à proporção do inquérito aos orçamentos familiares do INE de Espanha nos tipos de bens comparáveis entre as duas bases de dados (alimentação e bebidas, vestuário e calçado ou restaurantes e hotéis).

6. O montante médio da despesa com cartão de um sénior em 2019 era de cerca de metade do de um adulto, enquanto o montante médio da despesa de um jovem era de 91% da despesa de um adulto.

**Espanha: despesa média por cliente de cada geração e por tipo de despesa**

Variação homóloga (%)



**Nota:** Dados internos de consumo de cartões emitidos pelo CaixaBank (exclui levantamentos de numerário em caixas automáticas).

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

No entanto, a recuperação nos meses posteriores foi mais heterogénea por faixas etárias. O consumo dos seniores em bens de primeira necessidade registou aumentos superiores aos dos jovens e adultos e de forma mais persistente. No último trimestre de 2020, o consumo em bens de primeira necessidade dos seniores foi 37% superior ao consumo do 4T 2019, mais 10 p.p. que os aumentos entre jovens e adultos. Por outro lado, o consumo dos seniores em lazer e restauração e em turismo recuperou mais lentamente que nas outras gerações, mas apenas parcialmente. No último trimestre de 2020, o seu consumo médio em lazer e restauração foi 23% inferior ao consumo do ano anterior e o consumo do turismo 66% inferior. Por outro lado, jovens e adultos fizeram no verão uma parte importante da despesa em lazer, restauração e em turismo que tinham deixado de fazer nos meses anteriores. Desta forma, parece que os seniores substituíram temporariamente o consumo no lazer, restauração e turismo por bens de primeira necessidade, mais que as outras gerações. Por outro lado, os jovens e os adultos fizeram melhor uma substituição intertemporária, ao adiarem do 2T para o 3T as despesas em lazer e restauração e turismo em vez de as substituírem por outras categorias de bens. Estas diferenças de comportamento mostram que a recuperação da procura retida de lazer e de turismo se concentrou em maior medida nestes dois grupos em 2020. No entanto, o grupo sénior poderá desenrolar um maior papel no verão de 2021, quando já estiver vacinado e a liberdade de movimentos for maior. Por outro lado, à medida que o outono de 2020 avançava e aumentavam novamente as restrições para controlar a segunda vaga, todas as gerações voltaram a reduzir o seu consumo em todos os tipos de bens.

Definitivamente, a heterogeneidade da recuperação do consumo mostra que as preferências e as prioridades são importantes e que o consumo pós-pandemia poderá ser diferente para cada geração. Nos seguintes artigos analisamos mais em detalhe os casos do comércio eletrónico, a utilização de numerário e de meios digitais de pagamento e a comparação da evolução do consumo de cada geração com a evolução dos seus rendimentos.

## A transição para o e-commerce durante a pandemia: todos iguais?

Sem dúvida que a irrupção da pandemia desencadeou uma alteração dos hábitos de consumo na nossa sociedade. As medidas de distanciamento social e confinamento impostas para combater a COVID-19 fizeram com que muitas das compras que antes eram efetuadas presencialmente, desde uma peça de roupa até um eletrodoméstico, se tenham transferido para a Internet. O objetivo deste artigo é explicar se esta utilização mais intensiva do comércio eletrónico foi homogénea para todos os grupos etários e também se se manteve constante durante todas as fases da pandemia.

Para dar resposta a estas questões, como já tínhamos feito no primeiro artigo deste Dossier, utilizámos dados completamente anonimizados de pagamentos com cartão feitos por 13,4 milhões de clientes do CaixaBank. Em primeiro lugar, calculamos para cada cartão que proporção da sua despesa total corresponde a compras pela Internet<sup>1,2</sup>. Uma vez obtida esta proporção, atribuímos a cada cartão um grau de penetração do e-commerce, que dividimos em três escalões: apenas presencial (0% do total em despesa e-commerce), penetração média (até 50% do total em despesa e-commerce) e penetração alta (mais de 50% do total em despesa e-commerce). Finalmente, dividimos o total de cartões em três faixas etárias: jovem (dos 18 aos 29 anos), adulto (dos 30 aos 64 anos) e sénior (de 65 anos em diante).

Os resultados desta primeira análise são mostrados nos três primeiros gráficos, que registam três momentos distintos da pandemia: maio<sup>3</sup>, setembro e dezembro. À primeira vista, os números encaixam com o que esperávamos. Por um lado, os seniores são os que mais consomem de forma exclusivamente presencial; os dados dizem-nos, por exemplo, que em maio de 2020 76% dos clientes nesta faixa etária só utilizaram o seu cartão para fazerem compras presenciais. Por outro lado, a percentagem de jovens e adultos que consumiram apenas presencialmente é significativamente mais baixa (especialmente entre os jovens). Por outro lado, em todas as faixas etárias pode ser observada uma tendência histórica de crescimento do e-commerce: à medida que os anos passam, a percentagem de consumo apenas presencial diminui e é compensada por um aumento na penetração média e alta.

Analisando mais em detalhe sobre como a pandemia causou impacto na despesa em e-commerce nas três faixas etárias, podemos observar um resultado evidente: a maior aceleração deste canal de vendas ocorreu no mês de maio, tendo-se concentrado principalmente nos jovens (e, em menor medida, nos adultos). Se nos centrarmos nos jovens, em maio de 2020 35% dedicou uma fração superior a 50% da sua despesa total com

### Espanha: distribuição da penetração do e-commerce em jovens (2018-2020)

(% sobre o total de cartões CaixaBank)

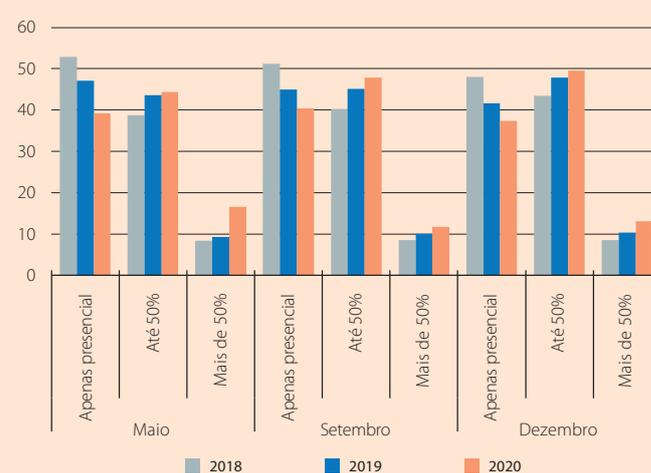


**Nota:** O eixo horizontal representa a percentagem da despesa total dos jovens correspondente ao e-commerce e divide-se em três faixas (apenas presencial, até 50% e mais de 50%). O eixo vertical representa a percentagem de cartões que se encontra em cada faixa. Por construção, a soma das barras cinzentas, azuis e laranjas é 100% em cada um dos três meses analisados.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

### Espanha: distribuição da penetração do e-commerce em adultos (2018-2020)

(% sobre o total de cartões CaixaBank)



**Nota:** O eixo horizontal representa a percentagem da despesa total dos adultos correspondente ao e-commerce e divide-se em três faixas (apenas presencial, até 50% e mais de 50%). O eixo vertical representa a percentagem de cartões que se encontra em cada faixa. Por construção, a soma das barras cinzentas, azuis e laranjas é 100% em cada um dos três meses analisados.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

1. É importante destacar que os dados de despesa total incluem levantamentos de numerário em caixas automáticas. Por isso, a substituição dos pagamentos em numerário por pagamentos com cartão durante a pandemia não terá qualquer efeito sobre a nossa análise.
2. A proporção de despesa e-commerce que calculamos para cada cartão define-se como o rácio entre os pagamentos e-commerce e a soma de pagamentos presenciais com cartão, levantamentos de numerário e pagamentos e-commerce.
3. Maio é o primeiro mês completo após a eclosão da pandemia, com um nível de consumo presencial suficiente para fazer a análise (em março e abril, as restrições à mobilidade impossibilitavam praticamente qualquer tipo de despesa que não fosse pela Internet ou de bens de primeira necessidade).

cartão em compras em *e-commerce*. Este número é muito superior ao registado em 2018 e 2019 (15% e 16%, respetivamente). No entanto, convém referir que esta aceleração relativamente à tendência histórica se dilui significativamente em setembro, tanto para jovens como para adultos, enquanto em dezembro se intensifica novamente, embora não tanto como em maio. Esta heterogeneidade da aceleração do *e-commerce* face à tendência histórica pode ser associada à severidade das restrições impostas para combater a propagação da COVID-19. Parte da aceleração de maio e dezembro é explicada claramente pela conjuntura<sup>4</sup>.

Prosseguindo com a análise dos jovens, um comportamento interessante que os dados também mostram é a evolução da percentagem de quem apenas consome presencialmente. Em maio de 2020, a queda em comparação com 2019 foi de 10 p.p., o dobro da queda ocorrida entre 2018 e 2019, o que nos faz pensar que durante o confinamento domiciliário pela primeira vez muitos jovens fizeram compras pela Internet. Para analisar se a importância deste grupo no mercado de comércio eletrónico variou face à importância dos anos anteriores, podemos apoiar-nos no quarto gráfico, que regista o peso da despesa dos novos utilizadores sobre o total para os jovens (e para os adultos) em cada mês analisado. Estes novos compradores jovens representaram 16%-23% (mais em maio e menos em dezembro) das despesas totais em *e-commerce* feitas por este grupo etário em 2020. No caso dos adultos, o peso destes novos compradores foi ligeiramente inferior. Estes pesos vão descendo em cada ano, tal como é previsível, pois à medida que o mercado do *e-commerce* aumenta, a despesa destes novos utilizadores diminui sobre o total.

Os seniores são um caso à parte, um segmento de idade no qual o consumo por *e-commerce* não acelerou relativamente à tendência histórica, em qualquer dos três meses de 2020 analisados (o aumento é muito semelhante ao de 2019), tal como é possível observar no terceiro gráfico. Neste sentido, o grupo sénior mostrou uma rigidez de hábitos muito maior durante a pandemia que os jovens e os adultos<sup>5</sup> sendo que, apesar de poder parecer circunstancial, esta persistência de hábitos limita o crescimento potencial do comércio eletrónico a curto prazo se se tiver em conta que Espanha é um país onde o grupo sénior possui um peso populacional elevado.

### Espanha: distribuição da penetração do e-commerce em seniores (2018-2020)

(% sobre o total de cartões CaixaBank)

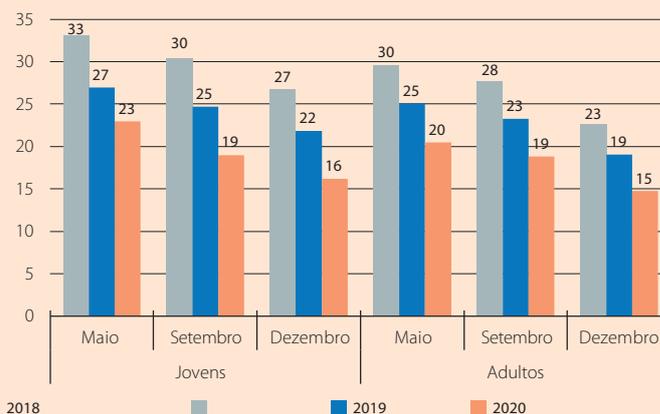


**Nota:** O eixo horizontal representa a percentagem da despesa total dos seniores correspondente ao e-commerce e divide-se em três faixas (apenas presencial, até 50% e mais de 50%). O eixo vertical representa a percentagem de cartões que se encontra em cada faixa. Por construção, a soma das barras cinzentas, azuis e laranjas é 100% em cada um dos três meses analisados.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

### Espanha: peso dos novos utilizadores de e-commerce jovens e adultos (2018-2020)

(% sobre o total da despesa e-commerce)



**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

4. Dos meses analisados, sem dúvida que maio foi o mês que teve mais restrições à mobilidade e à atividade, dado que se tinha iniciado a fase de levantamento de restrições após o confinamento domiciliário. Por outro lado, em setembro as restrições foram muito menos restritivas, enquanto em dezembro se voltaram a intensificar para combater a segunda vaga da pandemia.

5. Isto não nos deveria surpreender, visto existir uma ampla literatura que documenta a relação positiva entre a idade e a rigidez do pensamento e do comportamento. Ver, por exemplo, Schultz, W. e Searleman, A. (2002). «Rigidity of thought and behavior: 100 years of research». Genetic Social and General Psychology Monographs.

## Da nota à plataforma Bizum: o impulso intergeracional da pandemia para os meios de pagamento digitais

Brevemente poderemos voltar a sair para jantar num restaurante com os amigos, como antes. Após desfrutar do reencontro, a comida e a companhia, chegará o momento de pagar a conta. Sem pensar muito nisso, o mais provável é que a dividamos e que cada um pague a sua parte com o cartão ou com o telemóvel, ou que uma só pessoa se encarregue do total e que as restantes façam logo a seguir um pagamento *através da plataforma Bizum*. Esta situação que agora nos parece tão natural não o era há poucos anos, quando o mais provável é que cada um tivesse pago a sua parte em numerário. A utilização do smartphone para pagar a conta do restaurante ou dividi-la entre os amigos é o resultado da expansão dos avanços tecnológicos que, entre outras muitas transformações, facilita o meio de pagamento digital em vez do numerário<sup>1</sup>. Nos últimos 20 anos, a utilização de meios de pagamento digital aumentou sem interrupções em Espanha. Em Espanha, as compras com cartão passaram de cerca de 1.000 milhões de operações no início dos anos 2000 para mais de 4.500 milhões em 2019<sup>2</sup>. Durante esse mesmo período de tempo, o levantamento de dinheiro em numerário manteve-se estável, em cerca de 900 milhões de operações por ano. No entanto, será que todas as gerações se estão a unir a esta transição com o mesmo ritmo? Neste artigo analisaremos como jovens, adultos e seniores<sup>3</sup> estão a passar do pagamento em numerário para o pagamento digital, a partir dos dados de pagamentos com cartão, dos levantamentos em numerário e da utilização da plataforma Bizum por intermédio dos 13,4 milhões de clientes do CaixaBank, completamente anonimizados. Particularmente, centrar-nos-emos na forma como a pandemia que estamos a sofrer possa ser um estímulo que faça passar para segundo plano o dinheiro em numerário no mundo pós-COVID e se este impulso irá chegar a todas as gerações.

### A redução da utilização de numerário dos últimos anos aumentou durante a pandemia

De acordo com os nossos dados, em 2019 (num mundo pré-pandemia), os seniores retiraram o mesmo volume de dinheiro em numerário que o que destinavam à compra com cartão, enquanto a despesa com cartão por parte de adultos e jovens já se situava em 30% e 40%, respetivamente, superior ao dinheiro que levantaram. Esta maior utilização de numerário pelos seniores em comparação com as gerações mais novas foi observada em vários países e deve-se, em boa parte, a uma persistência de hábitos<sup>4</sup>. No entanto, todas as gerações estão a reduzir a utilização de numerário e a aumentar as compras com cartão, tendência que a pandemia acelerou significativamente (ver o primeiro gráfico)<sup>5</sup>.

A utilização de numerário durante os primeiros meses da pandemia caiu significativamente em todas as gerações. Em abril (ver o segundo gráfico), os seniores levantaram em média 40% menos de numerário que no mesmo mês do ano anterior, os adultos, 46% menos e os jovens 51% menos. No entanto, a partir de junho, os seniores voltaram rapidamente a levantar o mesmo volume de numerário que há um ano atrás (ou apenas ligeiramente menos). Por outro lado, esta recuperação foi apenas parcial para adultos e jovens: a menor utilização de numerário manteve-se ao longo da segunda metade de 2020 (entre junho e dezembro foram levantados em média cerca de 15% e de 22% menos de numerário que há um ano atrás, respetivamente), o que poderá ser indicativo de uma alteração que poderá persistir no mundo pós-pandemia. Assim, com a crise sanitária terá acelerado não só a transição para o *e-commerce* (como se analisa no artigo anterior), mas também para uma maior utilização dos pagamentos através de meios digitais.

**Espanha: levantamentos de numerário de cada geração**  
(% da despesa total em cartões)



**Nota:** Volume de numerário levantado com cartões relativamente ao volume total de compras com cartões e de levantamentos de numerário de cada geração.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

1. Para mais informação sobre a evolução da utilização do dinheiro, ver o Dossier «O dinheiro: passado, presente e futuro» na IM05/2018.

2. Banco de Espanha (2021). Estatísticas sobre cartões de pagamento (<https://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/ficheros/es/estadisticas.pdf>).

3. Cada geração é classificada da seguinte maneira: jovem (dos 18 aos 29 anos), adulto (dos 30 aos 64 anos) e sénior (de 65 anos em diante).

4. Ver Bagnall, J. *et al.* (2014). «Consumer cash usage: a cross-country comparison with payment diary survey data». ECB Working Papers n.º 1685.

5. Este resultado foi também encontrado noutros estudos. Ver, por exemplo, «The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond transactional use» no Boletim Económico do BCE 2/2021.

### A utilização da plataforma Bizum como meio de pagamento aumenta exponencialmente

Um dos meios de pagamento eletrónico cuja utilização aumentou exponencialmente em Espanha é a plataforma Bizum. A plataforma Bizum é uma solução de pagamento da banca espanhola por telemóvel que permite enviar e receber dinheiro apenas com o número de telemóvel da outra pessoa. A sua utilização estava já a crescer rapidamente antes da pandemia, embora esta o tenha acelerado, em particular entre os jovens e adultos (ver o terceiro gráfico). Em dezembro de 2020, os jovens utilizavam já a plataforma Bizum para 11,6% das suas despesas (conceito que inclui as compras pagas com cartão, os levantamentos de numerário em caixas automáticas e os pagamentos feitos com a plataforma Bizum), mais 7,5 p.p. em comparação com dezembro de 2019. Por seu lado, os adultos tinham aumentado a sua utilização para 4,5% do total das suas despesas (um ano antes era de 1,0%). Os seniores também se somaram à tendência, mas vão mais atrás: em dezembro de 2020 efetuaram 1,4% do total das suas despesas através da aplicação (comparado com 0,2% um ano atrás).

Definitivamente, os resultados da nossa análise mostram que todas as gerações estão a utilizar mais meios de pagamento digitais e com maior frequência, embora a vários ritmos. Os jovens têm o telemóvel preparado no bolso como meio de pagamento habitual, enquanto os adultos tiram o cartão da carteira. Inclusivamente, os seniores estão também a aumentar a utilização de pagamentos digitais, embora a aceleração na sua adoção não tenha sido tão acentuada como para os outros grupos de idade. Estes resultados, no seu conjunto, são encorajadores num contexto no qual os bancos centrais – entre eles o BCE – estão a analisar os prós e os contras das moedas digitais e a sua conceção ótima<sup>6</sup>. A criação de uma moeda digital apresenta vários desafios, como questões de privacidade ou um impacto potencial sobre a estabilidade financeira em função de como for concebida. A evidência mostrada neste artigo sublinha também a importância de conceber a moeda digital como uma opção que poderá servir para complementar o numerário e outros instrumentos de pagamento mas não para os substituir.

### Espanha: levantamentos de numerário de cada geração durante a pandemia \*

Variação homóloga (%)



**Nota:** \* Volume médio de numerário levantado em caixas automáticas por pessoa para cada geração.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

### Espanha: uso da plataforma Bizum por geração \* (% da despesa total)



**Nota:** \* O volume total inclui a soma de compras pagas com cartões, levantamentos de numerário em caixas automáticas e pagamentos efetuados com a plataforma Bizum.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

6. Ver para mais detalhe o artigo «Bancos centrais e moedas digitais: um enorme desafio e não isento de dificuldades» no Dossier da IM04/2021.

## Rendimentos e despesas entre gerações em tempos de pandemia

A crise económica que a COVID-19 provocou não está a afetar todos os grupos da mesma forma, como já testemunhámos noutros artigos da *Informação Mensal* desde o começo da pandemia<sup>1</sup>. Neste relatório analisaremos, a partir de dados internos do CaixaBank anonimizados, se foram observadas diferenças importantes nos rendimentos e nas despesas dos espanhóis em função da geração à qual pertencem. Para tirar uma fotografia dos rendimentos<sup>2</sup> tivemos em conta as principais fontes dos mesmos: ordenados, prestações de desemprego, pensões públicas, ajudas públicas e cobranças de planos privados de pensão. Quanto ao consumo<sup>3</sup>, examinámos os movimentos com cartões e os levantamentos em numerário das caixas automáticas e incluímos também os recibos domiciliados.

### Os jovens são os mais castigados pela COVID-19

Um dos principais resultados que obtemos ao analisarmos os dados<sup>4</sup> é que, nos três trimestres de 2020 que foram afetados pela pandemia, a queda homóloga dos rendimentos foi muito mais significativa para as pessoas jovens (entre 18 e 29 anos) que para os adultos (de 30 a 64 anos) e para os seniores (de 65 anos em diante), tal como regista o primeiro gráfico.

De facto, a queda dos rendimentos médios dos jovens terá quadruplicado a queda de rendimentos dos adultos em 2020<sup>5</sup>. Por outro lado, os rendimentos médios dos seniores aumentaram em termos homólogos em todos os trimestres do ano passado e cresceram 1,1% relativamente a 2019, um resultado lógico se tivermos em conta a revalorização das pensões implementada em 2020.

Quando analisamos as quedas de rendimentos trimestre a trimestre, não é de admirar que as quedas mais relevantes de rendimentos sofridas por jovens e adultos ocorressem no 2T – os rendimentos dos seniores, por outro lado, não se ressentiram –, dado que a atividade económica esteve muito afetada pelo confinamento, especialmente em abril, o mês de maiores restrições. No 3T observámos que, embora os rendimentos dos adultos tenham continuado em terreno negativo em termos homólogos, conseguiram recuperar a uma maior velocidade que os rendimentos dos jovens. Finalmente, no 4T os rendimentos tanto de jovens como de adultos viram travada a sua incipiente progressão com a chegada da segunda vaga da COVID-19. Especificamente, a maior queda dos rendimentos do 4T foi registada em novembro, mês no qual foram reativadas as restrições em todo o território para enfrentar a nova vaga.

Se olharmos para o consumo, destaque para o facto da sua evolução para cada geração ter sido paralela à evolução dos rendimentos. Um caso paradigmático é o 2T: apesar das medidas de confinamento terem sido generalizadas e regidas de forma semelhante para todos os cidadãos, a queda do consumo dos jovens foi muito mais significativa que a dos adultos, enquanto os seniores reduziram o consumo de uma forma mais suave. Além disso, no 3T, momento em que ocorreu a desaceleração coincidindo com a chegada do verão, a variação homóloga do consumo situou-se em terreno positivo para os seniores, algo que não aconteceu nem entre os jovens nem os adultos.

### Espanha: rendimentos médios

Variação homóloga (%) \*



### Espanha: consumo médio

Variação homóloga (%)



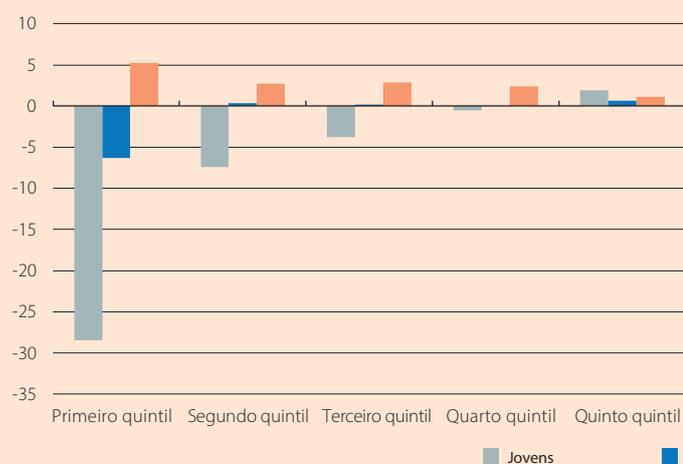
Nota: \* Média móvel de dois meses.

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

1. Ver, por exemplo, o Dossier «O impacto da COVID-19 na desigualdade em Espanha» na IM11/2020.
2. Em particular, na amostra para cada mês de 2019 e 2020 incluímos as pessoas com rendimentos e as pessoas com despesas que, apesar de terem rendimentos nulos, tiveram rendimentos num mínimo de 3 dos 12 meses anteriores. Neste artigo, utilizamos rendimentos médios. Para 2020, obtemos uma queda de rendimentos de 2%, a meio caminho entre a queda dos rendimentos das famílias (-1%) calculada pela Agência Tributária espanhola e a queda do rendimento bruto disponível (-3,3%) do INE de Espanha.
3. Utilizámos o consumo médio.
4. Na nossa amostra temos cinco milhões de observações por mês.
5. Queda de 8,1% e 2% para jovens e adultos, respetivamente.

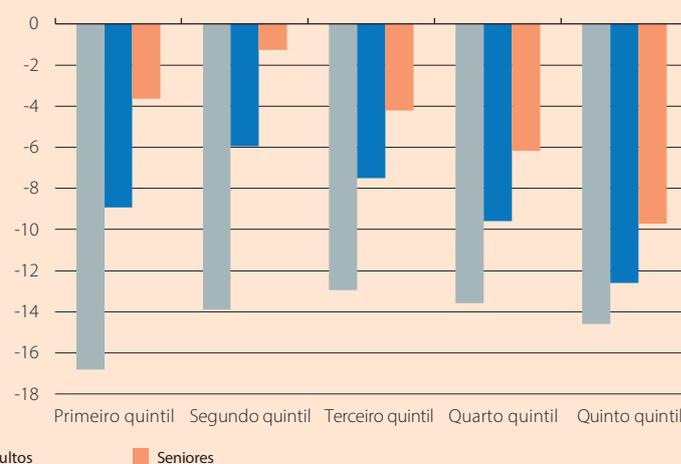
### Espanha: rendimentos de 2020 por quintis de rendimentos

Varição homóloga (%)



### Espanha: consumo de 2020 por quintis de rendimentos

Varição homóloga (%)



**Nota:** Variação de rendimentos e consumo em 2020 relativamente a 2019 por cada quintil de rendimentos para cada geração. O primeiro quintil corresponde à faixa com menores rendimentos e o quinto à faixa com maiores rendimentos.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

### Análise por quintis de rendimento: não é só a idade que importa

Antes de concluir, estudámos se estas diferenças na evolução de rendimentos e despesas obedecem apenas à demografia ou se também é importante ter em conta o nível de rendimentos<sup>6</sup>. No segundo gráfico é descrita a variação, em 2020, dos rendimentos e do consumo médio para cada geração e, dentro de cada uma, para cada quintil de rendimentos.

Ao analisar a variação dos rendimentos, torna-se claro que tanto o seu nível como a idade são dimensões muito relevantes. Especialmente, é especialmente significativa a queda dos rendimentos dos jovens do primeiro quintil, destacando-se também a sua descida entre os adultos com menores rendimentos. À medida que progredimos de quintil, a queda dos rendimentos dos jovens é atenuada consideravelmente (de facto, no quintil superior a variação homóloga é positiva), enquanto só os adultos do primeiro quintil viram diminuídos os seus rendimentos. Finalmente, os seniores viram aumentar os seus rendimentos em todos os quintis.

Os resultados em termos de consumo são também reveladores. Em primeiro lugar, em consonância com os dados agregados por geração, os jovens reduziram o seu consumo mais que os adultos e os adultos mais que os seniores para todos os quintis. Em segundo lugar, a queda do consumo de jovens e adultos foi significativa para todos os quintis e, ao contrário dos rendimentos, não é observada uma relação evidente de menores quedas à medida que os rendimentos aumentam. Em terceiro lugar (e possivelmente seja este o facto mais apelativo), observámos que para o grosso da população – adultos e seniores –, as quedas mais importantes do consumo foram protagonizadas pelas pessoas com maiores rendimentos. Este dado pode parecer surpreendente, mas na realidade teria lógica se a percentagem do consumo que as pessoas de elevado poder de compra destinam às categorias de bens que mais caíram – ao estarem mais afetadas pelas restrições – fosse maior que para os restantes quintis. Esta é precisamente a conclusão à qual chegou o Banco de Espanha num estudo recente<sup>7</sup> ao observar que as rubricas de despesa mais afetadas pelas medidas de contenção – fundamentalmente as rubricas associadas a uma maior mobilidade e interação social como serviços de transporte, serviços recreativos e culturais, pacotes turísticos, e hotéis, cafés e restaurantes – pesam mais na despesa das famílias com rendimentos mais elevados. Este resultado tem consequências importantes a nível macroeconómico, dado que as pessoas com rendimentos elevados costumam ter uma menor propensão marginal para o consumo que as pessoas de quintis baixos. Isto tenderá a atenuar o efeito da procura retida na recuperação pós-pandemia<sup>8</sup>.

Definitivamente, neste artigo constatámos que os grandes prejudicados da COVID-19 foram os jovens, especialmente aqueles que têm rendimentos mais baixos. Os trabalhadores adultos com rendimentos baixos também viram esses rendimentos severamente afetados e os restantes adultos resistiram à tempestade com maior sucesso. Finalmente, os seniores não foram afetados ao nível dos rendimentos mas reduziram o seu consumo, embora menos que os adultos e os jovens. Estes padrões, que coincidem com os padrões dos restantes consumidores europeus<sup>9</sup>, permitem-nos assegurar com maior firmeza que a pandemia está a ter um impacto muito diferente consoante a geração, também na economia interna.

(Veja uma versão estendida deste artigo em [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt))

6. Calculámos os quintis de rendimentos nos meses de janeiro de 2019 e de 2020. A amostra é selecionada com os mesmos critérios da análise anterior: ter rendimentos num mês ou rendimentos em pelo menos três meses dos 12 anteriores se forem nulos. Além disso, exige-se que as pessoas façam parte da amostra no mês de janeiro.

7. Ver Cuenca, J. A., Martínez Carrascal, C. e del Río, A. «El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo». Boletim Económico 1/2021, relatório trimestral da economia espanhola do Banco de Espanha. Analisam o peso da despesa das várias categorias de bens para cada quartil com microdados do inquérito de orçamentos familiares de 2019.

8. Ver o Focus «O papel do consumo adiado na recuperação da Zona Euro em 2021» no IM05/2021.

9. Um estudo recente da Comissão Europeia conclui que a situação financeira dos consumidores europeus durante os últimos 12 meses piorou drasticamente para os mais jovens, enquanto se tem mantido praticamente sem alterações para os mais velhos. Comissão Europeia (2021). «European Business Cycle Indicators 1st Quarter 2021». Technical Paper 047.



## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: [www.bancobpi.pt](http://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](http://www.cegeglobal.com)



