

IM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

A possível subida das rentabilidades a longo prazo é um risco para o mercado de ações?

ECONOMIA INTERNACIONAL

EUA: recuperação (in)completa do mercado de trabalho

ECONOMIA PORTUGUESA

Portugal: conseguiremos acelerar na corrida digital?

ECONOMIA ESPANHOLA

A competitividade do setor externo espanhol: mapa atual e roteiro em 3 D

DOSSIER: FUNDOS EUROPEUS NGEU: UMA OPORTUNIDADE HISTÓRICA PARA REFORMAR BEM

Reformas estruturais na UE: promessas de prosperidade futura

Reformar bem: missão impossível?

Capacidade de transformação e impacto macroeconómico do NGEU

O plano de recuperação e a desigualdade: a caminho de uma economia mais inclusiva

INFORMAÇÃO MENSAL

Julho-Agosto 2021

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

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt

<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/informacao-mensal>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

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 junho de 2021

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A possível subida das rentabilidades a longo prazo é um risco para o mercado de ações?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *EUA: recuperação (in)completa do mercado de trabalho*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Portugal: conseguiremos acelerar na corrida digital?*

24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *A competitividade do setor externo espanhol: mapa atual e roteiro em 3 D*

29 DOSSIER: FUNDOS EUROPEUS NGEU: UMA OPORTUNIDADE HISTÓRICA PARA REFORMAR BEM

29 *Reformas estruturais na UE: promessas de prosperidade futura*

31 *Reformar bem: missão impossível?*

33 *Capacidade de transformação e impacto macroeconómico do NGEU*

35 *O plano de recuperação e a desigualdade: a caminho de uma economia mais inclusiva*

Desta vez pode e deve ser diferente

Os europeus têm a sensação que a política económica não esteve à altura das circunstâncias durante a Grande Recessão. Uns assim o sentem porque não foram feitas todas as reformas que tinham que ser feitas – e muitas ainda continuam pendentes. E outros, porque o apoio do setor público durante a crise e a posterior recuperação foi insuficiente. Certamente que todos têm parte da razão e isso explica o porquê da frustração ter sido generalizada. Desta vez pode ser diferente. Desta vez deve ser diferente.

As principais peças para que assim seja já estão em cima da mesa. Reação contundente, rápida e sem hesitações por parte da política monetária desde o início da crise atual. Sobretudo, o elemento mais diferencial relativamente à Grande Recessão é uma política fiscal expansiva em todos os países europeus. A isto junta-se o programa europeu NGEU, do qual tantas vezes foi elogiada, merecidamente, a quantidade elevada de fundos que pretende mobilizar, o impulso de uma agenda de reformas ambiciosas e o potencial transformador que pressupõe para a arquitetura institucional europeia. Que elemento falta para que desta vez seja diferente? Eficácia.

O impacto económico que a política fiscal pode ter é muito variado. Pode ser praticamente nulo se o dinheiro for destinado a projetos que não são rentáveis nem económica nem socialmente. Certamente que nos vem à memória alguma atuação recente neste sentido mas também pode chegar a ser uma ferramenta de transformação económica, com um impacto elevado e persistente. O exemplo por excelência é o chamado Plano Marshall, mas também existem vários exemplos recentes. São muitos os aspetos que influenciam para que a balança penda para um lado ou para o outro, mas há um que é essencial para a efetividade da política fiscal e no qual existe uma vasta margem de melhoria: a avaliação das políticas públicas.

Devemos aspirar a que a avaliação das políticas públicas seja mais um ingrediente do ciclo de conceção, aprovação e implementação das políticas públicas; a que as avaliações se levem a cabo de forma sistemática e rigorosa e a que o resultado destas avaliações seja público e seja tomado em consideração nas decisões políticas. A convicção por detrás deste raciocínio: se as decisões de política económica estiverem melhor fundamentadas, o impacto económico da política fiscal será maior.

O contexto acelera. Com défices públicos avultados e uma dívida elevada, os recursos, sempre poucos, devem ser aplicados ainda com uma maior eficiência, mas para além desta advertência, inevitável para um economista, também existem elementos de oportunidade muito relevantes no contexto atual. O desenvolvimento das técnicas de *big data*, *machine learning* e inteligência artificial está a permitir o aparecimento de novas fontes de informação económica que podem melhorar, e muito, a capacidade de avaliar as políticas públicas. Agora podemos seguir a evolução da atividade económica em tempo real e com um nível de desagregação elevadíssimo. Isto dever-nos-á permitir avaliar o impacto das políticas públicas e corrigi-las, se for necessário, de forma muito mais rápida e efetiva. O indicador elaborado pelo BPI Research durante a pandemia para medir em tempo real a evolução da desigualdade e o efeito das transferências do setor público pode ser uma ferramenta útil neste sentido.

Além dos elementos de necessidade e de oportunidade, temos o dever moral de utilizar os recursos públicos da melhor maneira possível, especialmente agora que uma parte muito substancial será obtida graças à solidariedade dos vários países europeus. A avaliação das políticas públicas é uma ferramenta muito valiosa neste sentido, pois permitirá mostrar, tanto à cidadania como aos parceiros europeus, que os recursos são utilizados de forma efetiva. Isto fará melhorar a depauperada confiança nas instituições e no sistema democrático em geral, ajudando a reforçar também o projeto europeu.

O Governo espanhol já tomou a iniciativa. Em meados de junho finalizou a consulta pública prévia sobre a «Proposta de Lei de Institucionalização da Avaliação de Políticas Públicas». Em Portugal, em contrapartida, este processo, de avaliação de políticas públicas, é ainda difuso e pouco explícito. Haverá que acelerar a sua concretização. De facto, nem tudo está nas mãos da política económica mas esta deve fazer tudo o que estiver nas suas mãos para estar à altura das circunstâncias. Se isto for conseguido, desta vez será diferente. Caso contrário, a frustração poderá ser difícil de digerir.

Cronologia

JUNHO 2021

- 11 Cimeira do G-7 na qual foi acordado um imposto mínimo global às multinacionais.
- 15 Primeira emissão relacionada com o Next Generation EU na qual foram captados 20.000 milhões de euros. Trégua de cinco anos entre a UE e os EUA no conflito comercial entre a Airbus e a Boeing.
- 16 A Comissão Europeia aprova o Plano de Recuperação e Resiliência espanhol.

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.

MAIO 2021

- 10 Nova crise entre Israel e o Hamas, com ataques em Israel e na Faixa de Gaza durante duas semanas. O cessar-fogo foi estabelecido no final do mês.
- 19 A UE abre as fronteiras aos turistas vacinados com as doses completas.
- 20 Cimeira Mundial da Saúde organizada pelo G-20 e pela UE na qual é apoiada uma maior produção e distribuição de vacinas aos países pobres.

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 de Medicamentos 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.

Agenda

JULHO 2021

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 8 Portugal: volume de negócios na indústria (maio).
- 9 Portugal: comércio internacional (maio).
- 12 Espanha: contas financeiras (1T).
- 15 Portugal: atividade turística (maio).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 27 Portugal: crédito ao setor privado não financeiro (junho).
- 27-28 Comité Monetário da Fed.
- 29 Espanha: inquérito à população ativa (2T).
Espanha: previsão do IPC (julho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA: PIB (2T).
- 30 Espanha: previsão do PIB (2T).
Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
Portugal: previsão do PIB (2T).
Zona Euro: PIB (2T).

AGOSTO 2021

- 2 Portugal: produção industrial (junho).
- 3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (julho).
- 6 Espanha: produção industrial (junho).
- 10 Portugal: volume de negócios nos serviços (junho).
- 11 Portugal: emprego (2T).
- 13 Portugal: atividade turística (junho).
Japão: PIB (2T).
- 19 Espanha: comércio externo (junho).
- 25 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (junho).
- 30 Espanha: previsão do IPC (agosto).
Zona Euro: índice de sentimento económico (agosto).
- 31 Portugal: distribuição do PIB (2T).

Pandexit: uma recuperação diferente

As últimas semanas confirmaram efetivamente que a economia internacional marcou um ponto de viragem a partir do qual se irá configurando uma recuperação que terá características especiais, tendo em conta a excecionalidade, tanto da crise como das respostas de política económica. O *Pandexit* refletirá a aplicação de programas fiscais de expansão não observados nas últimas décadas, a manutenção de condições financeiras extremamente permissivas por parte dos bancos centrais, as consequências sobre a despesa privada da acumulação das poupanças forçadas e a aceleração do processo de digitalização das nossas economias, sem nos esquecermos que a otimização do caminho de recuperação e, conseqüentemente, a amplificação do efeito dos multiplicadores fiscais só será alcançada com a aplicação das reformas económicas tantas vezes adiadas (ver o Dossier desta edição da *Informação Mensal*). Isto facilitará que a reativação seja inclusiva e neutra a partir de um ponto de vista meio ambiental.

Por enquanto, a visibilidade ainda é reduzida nesta fase inicial da recuperação, e, portanto, acertadamente tem-se decidido manter o rumo e não alterar a tendência das receitas aplicadas desde o início da crise. O ruído é ainda muito elevado e está a afetar o comportamento das variáveis económicas, com surpresas inflacionistas tanto no âmbito dos preços como, por exemplo, em termos de confiança dos agentes, onde estamos a assistir a níveis máximos de otimismo empresarial em quase década e meia. Uma situação normal, tendo em conta os desajustamentos provocados pela pandemia na oferta global e no funcionamento das cadeias de valor, com efeitos na logística, na gestão de existências, no abastecimento das matérias-primas essenciais (semicondutores), etc. A volta à normalidade deverá ser acompanhada pela abertura dos estrangulamentos ocasionados pela rápida recuperação da procura. O facto é que, apenas um ano após o início da recessão, as trocas de bens e serviços recuperaram os níveis anteriores à COVID, quando na crise financeira no final dos anos noventa demoraram quase 24 meses, sinal de que dificilmente iremos ver uma involução no processo de globalização, para além dos lógicos ajustamentos para reduzir a fragilidade das cadeias de valor.

Acertadamente, as autoridades económicas decidiram que é preferível não nos precipitarmos e esperar para ver como as variáveis económicas evoluem a partir do verão, após a forte subida da atividade que esperamos para os meses centrais do ano. A única urgência continua a ser o controlo da pandemia, pois a proporção de população vacinada na maior parte do mundo emergente, excluindo parte da Europa de Leste e do Oriente Médio, é muito baixa, o que a torna vulnerável à variante delta, que se propaga rapida-

mente e traz riscos significativos para a descida das perspetivas de crescimento. Portanto, a prioridade a curto prazo é aumentar a percentagem de população vacinada, via indispensável para limitar as mutações do vírus que afastam o ponto no qual será alcançada uma imunidade de grupo completa. Neste sentido, com apenas 28% da população mundial com pelo menos uma dose, o FMI estimou em 50.000 milhões de dólares o custo que teria o programa de imunização global, com um efeito potencial positivo sobre a atividade mundial de cerca de 9 biliões de dólares em 2025.

Neste contexto, as novidades mais relevantes das últimas semanas foram a rápida expansão da variante delta do vírus, a nova revisão em alta das previsões de crescimento nominal nos EUA e na Europa e, especialmente, o início de uma alteração subtil do discurso da Fed que pressupõe o sinal de partida para o processo de normalização monetária mais complexo da história, com implicações potenciais sobre a estabilidade financeira mundial. O importante, além das avaliações que os economistas possam ter sobre se o banco central americano vai atrás da curva com uma inflação a alcançar o nível psicológico dos 5%, é que por enquanto os mercados continuam a comprar a mensagem de transitoriedade inflacionista, com as obrigações americanas a 10 anos a manterem-se na zona dos 1,5% e as expectativas de inflação a médio prazo perfeitamente ancoradas (cerca dos 2,5%). Ou seja, ainda se continua a descontar um cenário ideal (*goldilocks*), caracterizado por um crescimento elevado e duradouro, um choque temporário da inflação e umas autoridades monetárias extremamente prudentes face à estratégia de saída, levantando suavemente o pé do acelerador. Um cenário que continua a apoiar o comportamento positivo dos mercados, mas que à mínima dúvida dos investidores sobre a transitoriedade da subida inflacionista pode propiciar correções nos ativos financeiros, especialmente durante o verão, quando a redução da liquidez faz aumentar a sensibilidade a surpresas negativas.

Definitivamente, neste primeiro semestre confirmou-se que as principais economias do mundo recuperarão durante 2021 os níveis de PIB perdidos durante a crise, embora nos próximos meses vamos continuar a enfrentar um cenário complexo, submetido aos efeitos das potenciais mutações do vírus e aos desajustamentos que as disrupções podem estar a provocar nas cadeias de produção mundial. Nada semelhante à incerteza de há um ano, quando duvidávamos da efetividade das vacinas ou, inclusivamente, à preocupação anterior à crise pelo risco de uma situação à japonesa ou de uma estagnação secular.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Libor 3 meses	3,62	0,75	2,79	1,91	0,23	0,25	0,45
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	2,00	2,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,32	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	-0,36	-0,46	-0,47	-0,45	-0,45
Euribor 1 mês	3,18	0,67	-0,37	-0,45	-0,56	-0,48	-0,43
Euribor 3 meses	3,24	0,85	-0,31	-0,40	-0,54	-0,50	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	1,00	-0,24	-0,34	-0,52	-0,48	-0,38
Euribor 12 meses	3,40	1,19	-0,13	-0,26	-0,50	-0,45	-0,35
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,55	-0,60	-0,63	-0,73	-0,60	-0,45
Dívida pública 10 anos	4,30	1,82	0,25	-0,27	-0,57	-0,25	0,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,06	-0,02	-0,36	-0,57	-0,26	-0,06
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	-0,10	0,12
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,35	0,50
Prémio de risco	11	178	117	71	62	60	50
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	-0,16	0,05
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	-0,11	0,14
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,35	0,53
Prémio de risco	19	353	147	67	60	60	53
TAXA DE CÂMBIO							
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	0,87	0,85
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,75	0,72
PETRÓLEO							
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
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,6	2,8	-3,3	5,9	4,6
Países desenvolvidos	2,7	1,3	2,3	1,6	-4,7	5,3	4,0
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-3,5	6,5	4,3
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,3	-6,7	4,2	4,1
Alemanha	1,6	1,3	1,3	0,6	-5,1	3,2	3,7
França	2,2	0,8	1,8	1,5	-8,2	5,7	3,8
Itália	1,5	-0,5	0,8	0,3	-8,9	4,3	3,9
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	3,7	4,7
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,0	4,8
Japão	1,4	0,5	0,6	0,0	-4,7	2,3	2,2
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-9,8	7,0	5,7
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,1	4,5	3,6	-2,2	6,3	4,9
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	5,6
Índia	9,7	6,8	7,3	4,8	-7,0	9,2	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	-4,1	4,0	2,5
México	2,4	2,1	2,2	-0,2	-8,3	4,8	2,7
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	4,3	3,4
Polónia	4,2	3,4	5,4	4,8	-2,7	4,5	4,8
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,9	3,3
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,7	2,3	1,7
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	3,7	2,3
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	1,9	1,4
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,5	1,6
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	1,9	1,4
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	1,5	1,3
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	1,7	1,3
Japão	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,2	0,7
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,7	1,6
Países emergentes	6,7	5,6	4,9	5,1	5,1	5,1	4,5
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	1,2	1,6
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	5,1	5,5
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	3,2	5,5	3,8
México	5,2	4,2	4,9	3,6	3,4	4,2	3,4
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	4,1	3,0

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,1	2,6	2,6	-5,8	1,9	3,6
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,6	0,7	0,4	2,7	0,5
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-2,0	6,2	5,4	-1,8	8,8	8,1
Bens de equipamento	6,2	2,0	9,2	4,3	-	-	-
Construção	-1,9	-4,4	4,7	7,2	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,5	3,1	2,8	-4,6	3,4	4,1
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,2	4,0	-18,7	8,4	8,4
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,0	4,7	-12,0	7,5	6,3
Produto interno bruto	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	3,7	4,7
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,8	1,2	-1,9	0,5	1,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	7,2	6,6	7,0	7,8	7,5
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	-0,5	0,0
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,6	1,2	0,1	1,3	2,3
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-5,7	-4,9	-3,1

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

Os mercados avaliam a mensagem da Fed

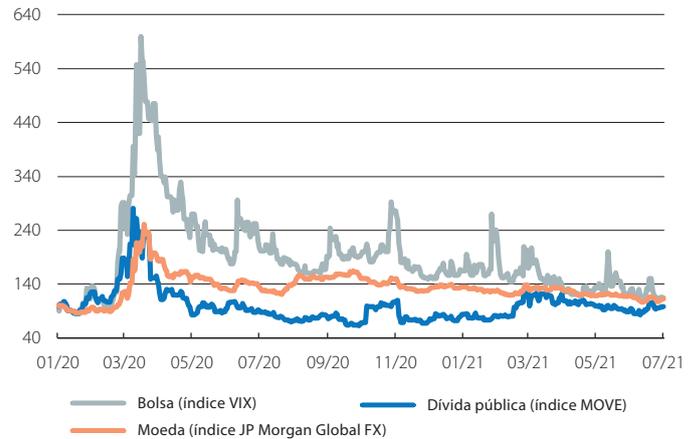
Os investidores mantêm uma inércia otimista, embora persistam dúvidas. Em junho, os investidores mantiveram-se mergulhados num processo contínuo de avaliação da transitoriedade das pressões inflacionistas, das respetivas decisões da Fed e do BCE e do ritmo da recuperação da economia. Tudo isto inserido num contexto de ameaça constante face à propagação das novas variantes da COVID-19. No entanto, o sentimento investidor manteve-se relativamente otimista graças à robustez do ciclo económico nos EUA, à aceleração na Zona Euro através dos serviços e ao aumento das vacinações a nível mundial. Neste sentido, os mercados financeiros mostraram um grau significativo de complacência que alimentou o apetite pelo risco. Assim, o rendimento variável e algumas matérias-primas, como o petróleo, somaram mais um mês de avanços, com a permissão da dívida livre de risco, principalmente a dívida dos EUA, que reduziu ligeiramente a sua volatilidade à espera que os investidores determinem se consideram que as tensões inflacionistas são temporárias ou permanentes.

A Fed inicia o debate do tapering e antecipa a primeira subida das taxas de juro. Tal como se esperava, na última reunião do FOMC, a instituição monetária manteve as taxas de juro sem alterações (atualmente no intervalo de 0,00%-0,25%) bem como o ritmo de compras mensais de ativos (*treasuries* e MBS). Além disso, a Fed reconheceu que a recuperação económica acelerou nos últimos meses e, neste sentido, o Comité reviu em alta as suas previsões de crescimento para 2021 para 7% homólogo no 4T (antes 6,5%) e manteve as previsões de 2022 (3,3%). Aumentou também a percentagem de inflação prevista para este ano (+1 p.p. para 3,4%), embora tenha salientado o caráter transitório das subidas nos preços. No entanto, na sua comparação posterior, Jerome Powell transmitiu duas mensagens que os investidores interpretaram como uma mudança brusca na política monetária da Fed. A primeira, que a maior parte dos membros do FOMC votou a favor em antecipar a primeira subida de taxas de juro para 2023 (ver o gráfico para observar as alterações relativamente à reunião de março). A segunda, que o Comité iniciou o debate de uma eventual redução do programa da compra de ativos (*tapering*), perante o risco de um aumento persistente das pressões inflacionistas. Nas jornadas posteriores tiveram lugar declarações distintas por parte de vários membros da Fed, incluindo a do próprio Jerome Powell no Congresso, que finalmente acalmaram os ânimos dos investidores ao salientar a necessidade de uma maior recuperação do mercado de trabalho antes de dar início à retirada dos estímulos monetários (ver o Focus «EUA: recuperação (in)completa do mercado de trabalho» nesta edição da *Informação Mensal*).

O BCE melhora as suas projeções e mantém o ritmo do PEPP. Na sua reunião de junho, o BCE mostrou-se também mais otimista sobre o cenário macroeconómico da Zona Euro e reviu em alta as previsões de crescimento para 2021 e 2022 para 4,6% e 4,7% (antes de 4,0% e 4,1%, respetivamente) e da inflação (1,9% e 1,5%, antes de 1,5% e 1,2%), embora considere que

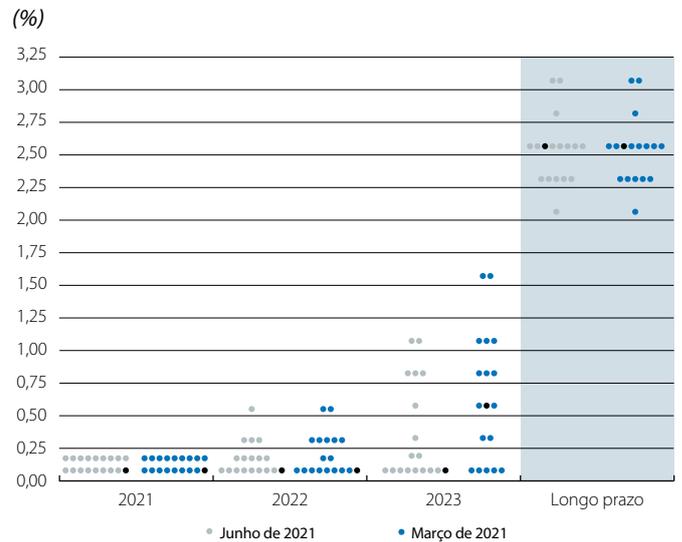
Volatilidade implícita nos mercados financeiros

Índice (100 = janeiro 2020)



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

Reserva Federal: evolução esperada das taxas de juro

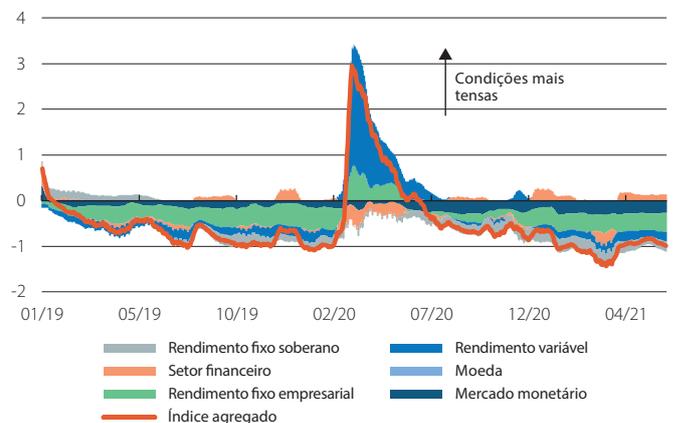


Notas: Cada ponto representa um votante do Comité Monetário da Reserva Federal. O votante médio está marcado a preto.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

Condições financeiras da Zona Euro: o índice do CaixaBank Research e as suas componentes

Índice (0 = média histórica)



Fonte: BPI Research.

a atual recuperação dos preços é transitória. Adicionalmente, a instituição optou por preservar as condições financeiras em níveis acomodatórios, para evitar o aumento da inflação face a eventuais subidas das taxas de juro soberanas tendo mantendo, neste sentido, sem alterações as taxas de juro e os estímulos monetários. A este propósito, Christine Lagarde expressou a necessidade de manter as compras do PEPP no 3T a um ritmo «significativamente superior» ao observado no início do ano (prevemos que se manterá cerca dos 80.000 milhões de euros mensais, como em abril e maio).

Continuam as oscilações no mercado de rendimento fixo. A mensagem *hawkish* do FOMC gerou inicialmente a subida das taxas de juro da dívida soberana norte-americana a longo prazo (o *treasury* a 10 anos subiu 8 p. b.) assim como o arrefecimento das expectativas de inflação, especialmente a médio prazo. No entanto, as declarações posteriores de vários membros da Fed, incluindo a declaração do presidente Powell na Câmara dos Representantes dos EUA, indicando a transitoriedade das subidas da inflação e o seu vínculo com o processo de reabertura da economia, serviram para acalmar o ânimo dos investidores e favoreceram a descida da rentabilidade do *treasury* para níveis de 1,47%. Por seu lado, na Zona Euro a disposição do BCE em manter os estímulos monetários aliada à melhoria dos dados económicos impulsionaram a rentabilidade da dívida soberana, sobretudo a dívida periférica, que estreitou os diferenciais face à dívida alemã. Além disso, a UE efetuou as primeiras colocações de dívida para financiar o NGEU com muito bom acolhimento por parte dos investidores.

As bolsas fecham um semestre positivo. O otimismo investidor associado ao avanço da recuperação económica e das vacinações prevaleceu durante grande parte do mês de junho, apesar das dúvidas sobre a inflação e das valorizações elevadas de alguns setores. De uma forma geral, os mercados de rendimento variável dos dois lados do Atlântico mostraram um comportamento positivo, tal como têm vindo a fazer desde o começo do ano, com avanços superiores a 2% no S&P 500 e a 5% no Nasdaq, que alcançaram novos máximos históricos. Na Zona Euro, os lucros foram mais modestos devido, em certa medida, às piores cotações da banca e do setor turístico. Por seu turno, os índices de países emergentes também experimentaram aumentos impulsionados pela afluência de capitais estrangeiros e pela recuperação das matérias-primas.

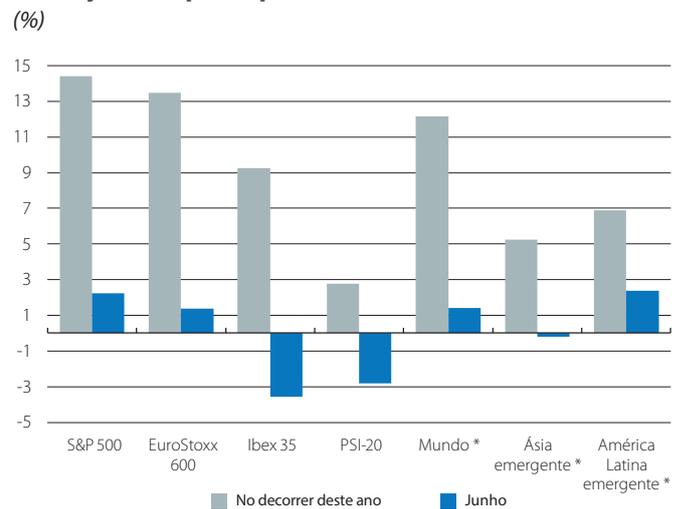
Aumento do petróleo e do dólar. A antecipação das expectativas de aumentos das taxas de juro da Fed e a solidez do ciclo económico nos EUA impulsionaram a valorização do dólar face às restantes moedas durante grande parte do mês. A mensagem tranquilizadora dos membros da Fed não impediu que o euro se situasse em 1,19 dólares, o valor mais baixo dos últimos dois meses. As moedas emergentes também foram afetadas pela força do dólar com quedas acentuadas, exceção feita ao real brasileiro, que valorizou 4%. Por outro lado, o barril de Brent aumentou para 75 dólares, o seu preço mais alto em dois anos e meio, graças à dinâmica da recuperação económica e nas vésperas da reunião da OPEP e dos seus parceiros em julho.

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Nota: A Alemanha, Espanha, Itália e Portugal estão representados na escala esquerda. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

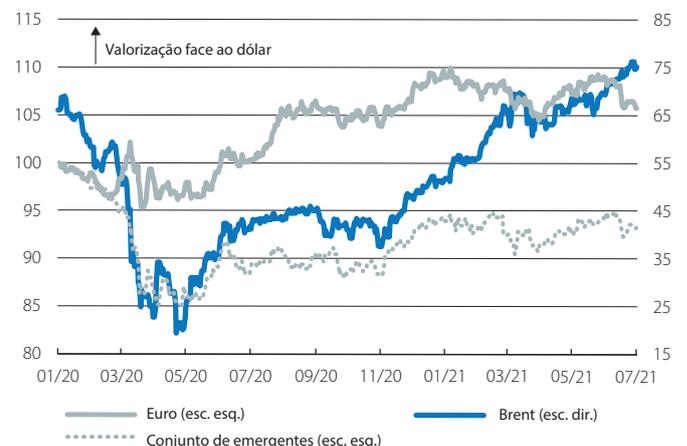
Evolução dos principais índices bolsistas



Nota: * Índices MSCI. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas internacionais face ao dólar e ao preço do barril Brent

Índice (100 = 1 de janeiro de 2020) (Dólares por barril)



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

A possível subida das rentabilidades a longo prazo é um risco para o mercado de ações?

A subida das taxas de inflação (especialmente nos EUA) está a encher muitas páginas e a criar numerosos relatórios de especialistas. Perante esta situação, qualquer investidor se questiona sobre as implicações que esta subida possa ter nas rentabilidades das obrigações a longo prazo e, em último caso, no preço das ações. Em princípio, o consenso dos analistas vai ao encontro do discurso dos grandes bancos centrais e espera-se que este aumento na inflação seja transitório; ainda poderá haver algum mês complicado mas com tendência a moderar. Esta é a mensagem dominante e parece que tem o voto de confiança dos mercados de obrigações, ao observarmos o comportamento das suas rentabilidades desde março. No entanto, se a subida da inflação for mais intensa e/ou mais duradoura do que agora se espera, qual será a reação do mercado de obrigações e de que forma o mercado de ações poderá ser afetado?

Respondendo à primeira questão, a experiência diz-nos que uma surpresa negativa na inflação não costuma ser bem recebida pelo rendimento fixo. Para protegerem a sua rentabilidade real esperada, os investidores exigirão taxas de juro nominais mais elevadas. Centrando-nos nos EUA, com a rentabilidade a 10 anos oscilando cerca dos 1,5%, não é difícil imaginar que ela poderá experimentar uma subida até se situar ligeiramente acima dos 2,0%, onde flutuava pouco antes da pandemia. É ainda cedo pensar em níveis mais elevados como, por exemplo, os 3%. A última vez que esta taxa de juro oscilou entre os 3,0% e os 3,2% foi no final de 2018, quando o *output gap* da economia era positivo e o país crescia claramente acima do seu potencial (cerca de 3% em comparação com um potencial de pouco menos de 2%). Nessa altura, a pos-

sibilidade de uma subida inflacionista com um caráter sustentado no tempo parecia elevada e a Fed há já algum tempo que estava a apertar a sua política monetária. Atualmente, a economia, embora tendo recuperado da contração experimentada em 2020, ainda possui margem de melhoria em vários âmbitos (ver o Focus «EUA: recuperação (in)completa do mercado do trabalho» nesta edição da *Informação Mensal*).

No que respeita ao efeito que a subida das rentabilidades poderá ter a longo prazo sobre o rendimento variável, uma retrospectiva sobre o passado poderá ajudar. A primeira ideia é que é mais frequente que a bolsa obtenha ganhos com a recuperação das taxas de juro do que sofrer perdas. Considerando dados anuais, desde 1961 houve 10 exercícios nos quais as rentabilidades a 10 anos subiram e o S&P 500 caiu, enquanto houve o dobro de ocasiões em que o S&P 500 subiu a par com as TIR¹. A segunda ideia é que existem outros elementos que podem suportar os ganhos da bolsa, embora também as TIR o façam, como, por exemplo, os lucros empresariais: em 86% dos anos em que o S&P 500 e as rentabilidades subiram, o crescimento médio dos lucros foi de 10%. Ocorreram três exceções, em que os lucros caíram e o S&P 500 fechou com lucros, mas foi devido à antecipação do crescimento que ocorreu no ano seguinte (média de 31%). Contudo, é certo que uma subida das rentabilidades poderá ter um impacto negativo temporário na bolsa, maior quanto mais intensa ou inesperada for essa subida. Examinando a evolução do S&P 500 nos 12 meses seguintes ao início dos sete ciclos de subida de rentabilidades que identificámos desde 1990 (ver a primeira tabela), ocorreram episódios corretivos com um *drawdown*², médio de 8%.

Um olhar sobre o passado: obrigações norte-americanas e S&P 500

Ciclos de subida na TIR a 10 anos dos EUA (1990-2020)				Evolução do S&P 500 *					Drawdown	
Início	Duração (M)	TIR início	Varição	-6 m.	-3 m.	Durante	+3 m.	+6 m.		
Outubro de 1993	13	5,32	2,62	5%	4%	-1%	5%	14%	-8,9%	
Janeiro de 1996	4	5,65	1,26	10%	5%	9%	1%	11%	-3,8%	
Outubro de 1998	15	4,52	2,13	-7%	-11%	38%	3%	3%	-9,6%	
Junho de 2003	48	3,32	1,78	10%	17%	53%	-1%	-2%	-7,8%	
Dezembro de 2008	6	2,39	1,31	-35%	-28%	6%	13%	20%	**	
Abril de 2013	8	1,73	1,16	9%	6%	15%	3%	8%	-5,8%	
Julho de 2016	27	1,49	1,66	12%	4%	30%	-6%	4%	-9,7%	
Médias	=	16,4	3,13	1,62	0%	2%	22%	2%	8%	-7,6%

Notas: O atual ciclo de subida, iniciado em julho de 2020, pode não ter sido concluído. Cálculos efetuados até ao último fecho mensal. * Rentabilidade do S&P 500 durante o ciclo de subida da TIR, bem como os 3 e 6 meses anteriores e posteriores a este ciclo. ** Não é calculado o drawdown visto ter sido um ano de fortes quedas no começo da grande crise financeira 2008-2009.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

- Os anos em que as rentabilidades registaram quedas não são considerados nesta análise.
- Foi considerada a maior queda entre máximos e mínimos na série de preços dentro do período tomado como referência.

Análise de sensibilidade: obrigações a 10 anos e S&P 500

Nível de TIR a 10 anos

	0,75%	0,90%	1,05%	1,20%	1,35%	1,50%	1,65%	1,80%	1,95%	2,10%	2,25%
200	5.426	5.197	4.986	4.792	4.613	4.446	4.291	4.146	4.011	3.884	3.765
198	5.372	5.145	4.937	4.744	4.566	4.401	4.248	4.105	3.971	3.845	3.728
196	5.318	5.093	4.887	4.696	4.520	4.357	4.205	4.063	3.931	3.807	3.690
194	5.264	5.041	4.837	4.648	4.474	4.312	4.162	4.022	3.891	3.768	3.652
192	5.209	4.989	4.787	4.601	4.428	4.268	4.119	3.980	3.850	3.729	3.615
190	5.155	4.937	4.737	4.553	4.382	4.223	4.076	3.939	3.810	3.690	3.577
188	5.101	4.885	4.687	4.505	4.336	4.179	4.033	3.897	3.770	3.651	3.539
186	5.047	4.833	4.637	4.457	4.290	4.135	3.990	3.856	3.730	3.612	3.502
184	4.992	4.781	4.588	4.409	4.244	4.090	3.947	3.814	3.690	3.573	3.464
182	4.938	4.729	4.538	4.361	4.197	4.046	3.905	3.773	3.650	3.535	3.426
180	4.884	4.677	4.488	4.313	4.151	4.001	3.862	3.731	3.610	3.496	3.389

Fonte: BPI Research.

Finalmente, um exercício interessante é efetuar uma simulação da sensibilidade da valorização do S&P 500 perante variações na rentabilidade das obrigações a 10 anos, por um lado, e o lucro esperado por ação, por outro. Os resultados são os observados na segunda tabela, de onde se parte da situação atual, com um consenso de lucro esperado por ação de 190 dólares³ e uma rentabilidade a 10 anos de 1,5%. Tendo em conta que o S&P 500 se situa em níveis de 4.250 pontos, o prémio de risco implícito será de 5,15%.

Na referida tabela podemos observar os resultados que serão obtidos para várias combinações do TIR e do BPA esperado, mantendo estável o prémio de risco. É importante entender que se trata de uma simulação teórica que, como tal, implica uma simplificação de uma realidade bastante mais complexa. Em qualquer caso, do conjunto de «soluções» possíveis, centramo-nos nas que aparecem destacadas num quadro dentro desta tabela, visto corresponderem a uma subida teórica da rentabilidade a 10 anos dentro da categoria 1,8%-2,1%. Nestes casos, e mantendo sem alterações o BPA esperado, o S&P 500 estará corretamente valorizado entre os 3.939 e os 3.690 pontos, ligeiramente abaixo dos níveis atuais.

Obviamente, um crescimento dos lucros superior ao que agora se espera tenderia a compensar o efeito negativo da subida da rentabilidade a 10 anos, do mesmo modo que um relaxamento do prémio de risco implícito teria um efeito positivo sobre o nível teórico do índice. Neste sentido, a subida de quase 1 p.p. que desde agosto de 2020 até à data de hoje teve a rentabilidade a 10 anos nos EUA não foi um obstáculo para que o S&P 500 acumulas-

se no mesmo período uma revalorização de 28%, algo que sem dúvida influenciou a intensa recuperação dos lucros empresariais (+54% no 1T 2021 e +35% esperado para todo o ano de 2021) e uma estabilização do prémio de risco implícito de 0,6 p.p.⁴.

Como referíamos, trata-se de uma análise de sensibilidade básica que deixa fora muitos elementos, mas que nos serve bem para ver até que ponto uma subida das taxas de juro soberanas poderá afetar a bolsa americana.

3. Trata-se de um modelo que desconta os fluxos de caixa que os investidores no S&P 500 receberiam se este fosse uma ação cotada. Estes fluxos estão compreendidos pelos dividendos pagos pelas componentes do índice e pelas operações de recompra de ações. Foi considerado adequado utilizar o número médio dos últimos cinco anos, nos quais 90% do lucro por ação foi destinado a estes fins.

4. Dados médios estimados pelo professor Aswath Damodaran da Stern School of Business na New York University.

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,54	-0,54	0	0,3	-12,5
Euribor 12 meses	-0,48	-0,48	0	1,6	-25,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,62	-0,63	0	9,0	-8,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,66	0	3,8	-0,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,21	-0,19	-2	36,2	18,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,41	0,46	-5	36,5	-9,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,39	0,46	-7	36,0	-8,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,15	0,13	1	-9,3	-15,3
Libor 12 meses	0,25	0,25	0	-9,6	-28,7
Dívida pública a 1 ano	0,07	0,03	3	-3,8	-8,1
Dívida pública a 2 anos	0,25	0,14	11	12,8	8,8
Dívida pública a 10 anos	1,47	1,59	-13	55,5	79,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	47	50	-3	-0,9	-18,4
Itraxx Financeiro Sénior	55	59	-4	-4,5	-23,2
Itraxx Financeiro Subordinado	103	108	-5	-8,1	-58,8

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,186	1,223	-3,0	-2,9	5,4
EUR/JPY (ienes por euro)	131,750	133,970	-1,7	4,4	9,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,857	0,860	-0,4	-4,1	-5,0
USD/JPY (ienes por dólar)	111,110	109,580	1,4	7,6	3,4

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	556,0	548,5	1,4	25,3	53,2
Brent (\$/barril)	75,1	69,3	8,4	45,0	78,8
Ouro (\$/onça)	1.770,1	1.906,9	-7,2	-6,8	0,0

Rendimento variável

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.297,5	4.204,1	2,2	14,4	37,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.064,3	4.039,5	0,6	14,4	25,9
Ibex 35 (Espanha)	8.821,2	9.148,9	-3,6	9,3	22,1
PSI 20 (Portugal)	5.035,0	5.180,2	-2,8	2,8	15,7
Nikkei 225 (Japão)	28.791,5	28.860,1	-0,2	4,9	30,2
MSCI emergentes	1.374,6	1.376,2	-0,1	6,5	37,3

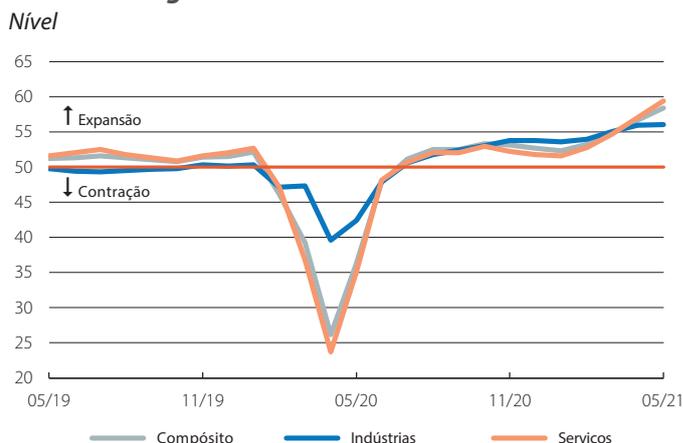
A atividade global num ponto de viragem; a inflação, depois veremos

A economia mundial em plena fase de expansão do ciclo. O conjunto de indicadores económicos que conhecemos no fecho do 2T 2021 coincidem em assinalar que, salvo algumas exceções, a recuperação marcou um ponto de viragem. A estabilização na evolução da pandemia, graças ao avanço nos programas de vacinação, está a permitir um levantamento das restrições ao movimento e à socialização, proporcionando uma dose de confiança ao consumo. Como resultado, a recuperação está a ganhar força e está a estender-se para os setores que tinham sido mais afetados pela crise, uma tendência que, exceto no caso de um agravamento inesperado nas infeções devido às novas variantes, previsivelmente se consolidará nos próximos trimestres. Não obstante, a forte subida na procura encontrou dificuldades do lado da oferta, principalmente em atrasos no fornecimento de insumos no setor, mas também nalguns países ao nível da disponibilidade de mão de obra. O nosso cenário central é que estes estrangulamentos se irão resolvendo gradualmente sem causarem grandes estragos na recuperação. No entanto, o risco de persistirem mais que o esperado aumentou.

A taxa de inflação também surpreende pela sua subida e começa a preocupar os bancos centrais. Sem subestimar a tendência positiva dos indicadores económicos, o foco das últimas semanas incidiu novamente na inflação. É que os preços do consumo sofreram um forte aumento na maior parte dos países, nalguns casos atingindo valores que há décadas não eram observados. Aos efeitos positivos de base, que refletem a comparação homóloga com os meses de «hibernação» em 2020, foram somadas as pressões criadas entre a crescente procura e as dificuldades na oferta. Tal como mencionámos, estes fatores deverão atenuar-se gradualmente, dando lugar a uma ligeira queda da taxa de inflação na segunda metade do ano e, sobretudo, no decorrer de 2022. No entanto, o balanço de riscos tende para um prolongamento nas pressões inflacionistas, uma situação que também começa a inquietar os bancos centrais. Neste sentido, desde o início de junho que seis bancos centrais em mercados emergentes anunciaram aumentos nas taxas de juro oficiais enquanto nos países desenvolvidos já se fala sobre a eventual retirada de alguns estímulos (ver a secção de Mercados financeiros).

Saneamento público e imposto sobre as sociedades em debate. Outro evento a destacar do panorama global é o acordo que foi obtido no início de junho no G7 sobre a tributação às grandes multinacionais. Entre os principais elementos discutidos destaca-se, por um lado, um acordo para fixar uma carga fiscal mínima de 15% sobre as sociedades e, por outro, uma proposta para reestruturar a cobrança de impostos às grandes multinacionais, de modo a garantir uma base de tributação equitativa entre os vários países onde operam. O acordo foi ratificado inicialmente por 130 países na OCDE no início de julho. Contudo, para a sua implementação, devem ser ainda ultrapassados vários obstáculos (ver o Focus «Saneamento público e imposto sobre as sociedades em debate» na IM06/2021).

Indicadores globais PMI



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

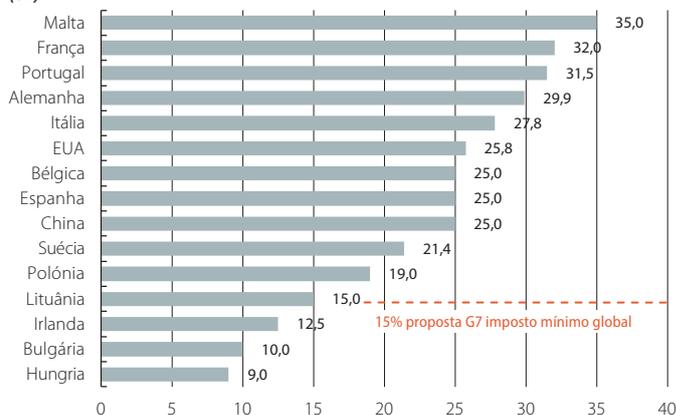
Monitor de inflação

	Último valor	Média 2021	Média 2020	Média 2019	Média 2014-2018
Globais					
Índice Dry Baltic (nível)	3.383,0	2.367,5	1.085,4	1.324,5	990,3
Índice de preços metais industriais (nível)	156,0	149,0	111,0	116,0	117,0
Petróleo Brent (dólares por barril)	75,1	66,2	41,6	64,6	65,1
Índice de semicondutores (nível)	67,6	77,9	36,8	16,5	24,3
Índice de alimentos FAO (%)	39,7	27,3	3,1	-0,7	-3,9
Zona Euro					
Inflação IPC geral (%)	1,9	1,4	0,3	1,2	0,8
Inflação IPC subjacente (%)	0,9	1,0	0,7	1,1	0,9
Expectativas Inflação 5Y5Y (%)	1,6	1,5	1,1	1,3	1,7
Inflação IPP (%)	9,6	5,5	-2,6	0,6	0,0
EUA					
Inflação IPC geral (%)	5,0	3,0	1,2	1,8	1,5
Inflação IPC subjacente (%)	3,8	2,2	1,7	2,2	2,0
Expectativas inflação 5Y5Y (%)	2,3	2,4	2,0	2,1	2,3
Inflação IPP (%)	6,5	4,3	0,2	1,7	1,3

■ Superior a +1 desv. est. ■ Entre -0,5 desv. est. e -1 desv. est.
■ Entre +0,5 desv. est. e 1 desv. est. ■ -1 desv. est. e mais
■ Média +/- 0,5 desv. est.

Notas: Os valores mais perto do vermelho (azul) indicam inflações mais (menos) elevadas que o habitual. A cinzento valores em linha com a média histórica ou com as metas dos vários bancos centrais. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv e da Bloomberg.

Imposto sobre as sociedades (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE e da Tax Foundation.

ESTADOS UNIDOS

A inflação no centro dos debates. Os EUA destacam-se como o país onde as pressões inflacionistas mais se acentuaram. Após digerir várias rondas de estímulos fiscais, a economia ter-se-á situado no 2T já em níveis anteriores à pandemia. A maior despesa privada estendeu-se para a grande maioria das atividades económicas, tendo sido ativados inclusivamente alarmes de sobreaquecimento nalguns setores, como o residencial. Os inquéritos empresariais reportam escassez de fatores produtivos, o que por sua vez se repercute num aumento dos custos de produção. Neste contexto, a inflação surpreendeu, mais uma vez, pelo seu aumento: em maio situou-se em 5% (IPC geral), um nível que não era observado desde o período anterior à crise financeira global de 2008. Continuamos a prever uma queda gradual das taxas de inflação a partir do verão, à medida que os efeitos transitórios (efeitos de base, limitações nos fornecimentos dos fornecedores e na oferta de trabalho) se acalmem. Assim, é certo que os riscos de sobreaquecimento aumentaram significativamente.

A reintegração no trabalho avança, mas ainda com nuances. Em termos de mercado do trabalho, a recuperação foi ligeiramente menos sólida que a mostrada nos dados de atividade, sem desprezar a subida no ritmo de criação de emprego no mês de junho (850.000 postos de trabalho). Por sua vez, os salários aceleraram, em parte devido às dificuldades por parte dos empresários em cobrirem as ofertas de emprego. Em balanço, o número de empregados é ainda 5% inferior ao nível anterior à pandemia, ao mesmo tempo que a participação no mercado de trabalho continua deprimida. Continuamos a pensar que ainda irá demorar algum tempo antes do mercado de trabalho evidenciar um «progresso substancial» visando o pleno emprego que a Fed sugere na sua comunicação (ver o Focus «EUA: recuperação (in)completa do mercado do trabalho» nesta edição da *Informação Mensal*).

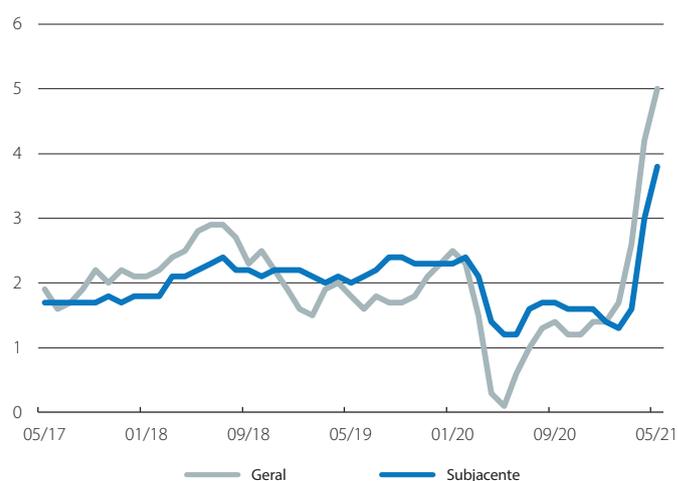
A política monetária também em ponto de viragem. É precisamente o facto da recuperação no mercado de trabalho estar incompleta que fez com que a Fed não responda de forma mais agressiva ao aumento da inflação. Não obstante, na reunião de junho, o banco central deu os primeiros passos para a eventual retirada de alguns dos estímulos monetários, mostrando-se menos condescendente ao risco de maiores pressões inflacionistas (ver a secção de Mercados financeiros para mais informações). Por outro lado, em Washington, a Administração Biden parece ter assegurado um acordo no Senado para um plano de infraestruturas por um valor de cerca de 1,2 biliões de dólares (559.000 milhões em nova despesa). Embora ainda longe do ambicioso plano de infraestruturas de Biden (o *The American Jobs Plan*, ligeiramente superior a 2 biliões), representa um primeiro passo para a concretização da agenda do novo presidente.

ZONA EURO

A atividade descola enquanto a inflação está em modo boar-ding. Na Europa, após um início de ano negativo, o levantamento generalizado das restrições está a dar lugar a uma forte reativação da procura, principalmente nos setores que até agora se tinham atrasado ao nível da recuperação. Desta forma, em junho, os inquéritos às empresas (como o PMI) alcançaram os registos mais altos dos últimos 15 anos. Por outro lado, os problemas de fornecimentos nas cadeias globais estão já a fazer

EUA: IPC

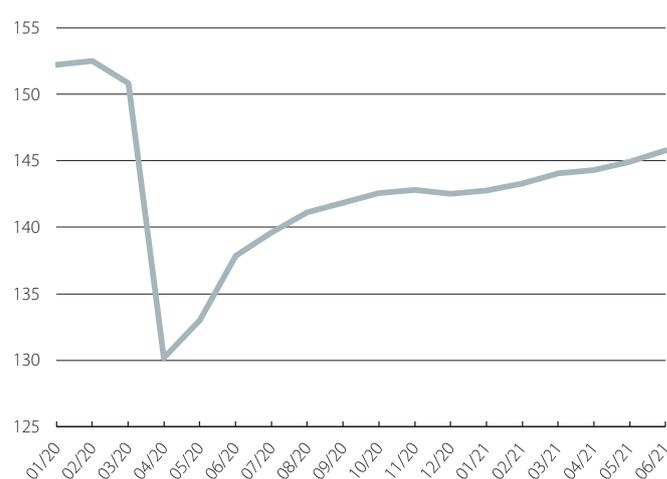
Variação homóloga (%)



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

EUA: total de empregados

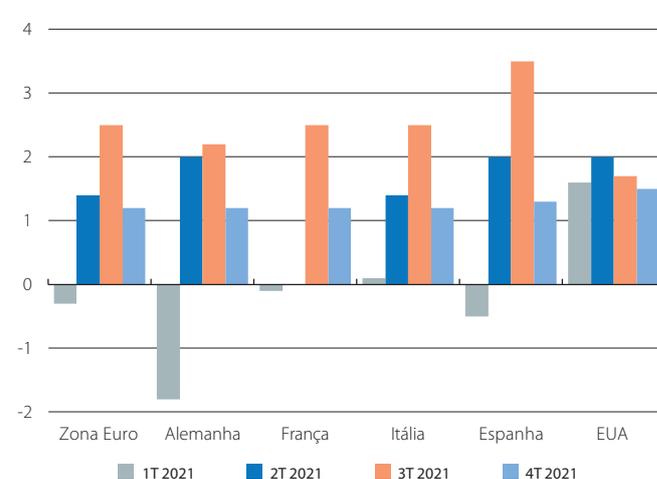
Milhões



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

Zona Euro e EUA: evolução do PIB

Variação em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e do BEA (para históricos) e das nossas previsões.

umentar os custos do setor produtivo: por exemplo, na Alemanha os preços de produção subiram em maio 7,2% homólogo, o valor máximo em mais de 20 anos. No entanto, ao contrário do que é observado nos EUA, existem poucos sinais de que as pressões inflacionistas se tenham estendido para o mercado de trabalho. Além disso, a inflação dos preços no consumidor tem-se mantido, por enquanto, contida (a taxa de inflação subjacente situou-se em 0,9% homólogo em junho). A reativação da procura e o aparecimento de estrangulamentos poderão incidir numa subida mais acentuada da inflação nos próximos meses, fatores que, não obstante, consideramos de cariz transitório.

Estímulos fiscais (comunitários) à vista. Ao cocktail da procura retida, à reabertura das economias e ao maior otimismo dos agentes privados juntar-se-á a aprovação de novos estímulos fiscais, com a distribuição do Instrumento Europeu de Recuperação (o Next Generation EU). Esperamos que o Conselho Europeu ratifique os planos de recuperação enviados pelos países, a maior parte aprovados em junho pela Comissão Europeia, e que os primeiros desembolsos comecem a ser distribuídos no verão. Como detalhamos mais à frente, os fundos beneficiarão em maior proporção os países do Sul (com a Itália e a Espanha na frente) e de Leste. As transferências europeias e a decisão da Comissão Europeia de estender em junho a suspensão das regras fiscais em 2022 deram confiança de que a política fiscal irá manter uma tendência claramente acomodatória nos próximos anos.

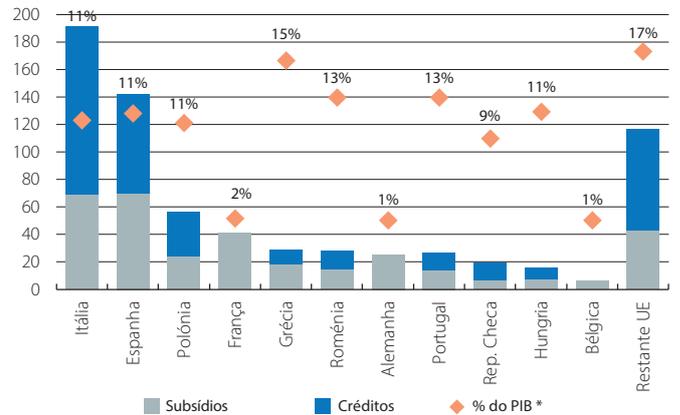
EMERGENTES

Melhoria da situação de saúde e económica, mas os riscos abundam. No grupo de economias emergentes foram também observadas melhorias na evolução da pandemia. Como referência, na Índia, um país que recentemente se encontrava no epicentro da COVID-19, o número de contágios e de mortes diárias caiu para os valores mais baixos dos últimos três meses. A exceção continua a ser a América Latina e algumas regiões da Ásia (Brasil, Colômbia ou Indonésia), onde foram observados aumentos na incidência do vírus, nalguns casos até registos históricos. Não obstante, inclusivamente em muitas destas economias, a reativação da procura, tanto interna como externa, e a melhoria nos preços das matérias-primas e de outros bens de exportação, estão a dar lugar a sinais positivos na atividade. A nossa visão é que, após um 1T 2021 melhor que o previsto, a recuperação irá ser mais robusta nos próximos meses. Um fator de risco está a ser a viragem ao nível das expectativas da política monetária nos países avançados e a recente força do dólar norte-americano. O aumento da inflação e os sinais de fragilidade das moedas estão a provocar respostas mais contundentes dos bancos centrais.

China: mais sinais de arrefecimento. Os indicadores mensais mais recentes, de uma forma geral inferiores ao esperado, confirmam que a economia chinesa abrandou do decorrer deste trimestre, à medida que as autoridades continuam a atribuir um maior peso à estabilidade. Contudo, as perspetivas de crescimento em 2021 (em cerca de 8,0%) continuam a ser muito superiores à meta oficial de 6,0% e deixam uma margem para condições financeiras restritivas que procuram continuar a estabelecer uma melhoria na qualidade do crédito. Por outro lado, o aumento do custo das matérias-primas fez subir os preços de produção (9,0% homólogo em maio), mas o seu impacto nos preços do consumo continua a ser bastante moderado (1,3% homólogo em maio).

Distribuição do Instrumento Europeu de Recuperação

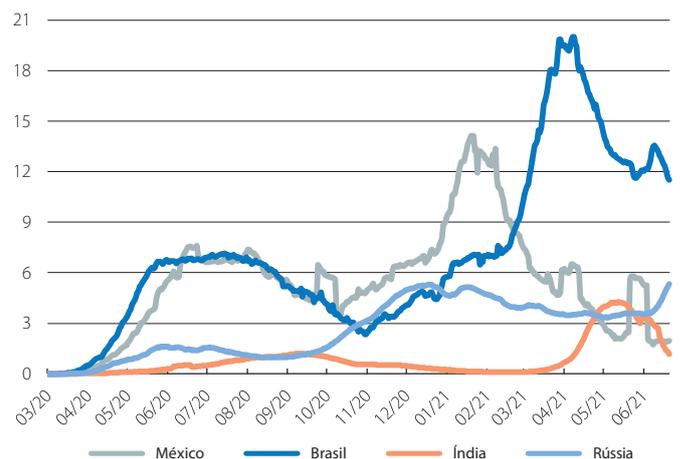
(Milhares de milhões de euros)



Nota: * Percentagem sobre o PIB nacional de 2019 das ajudas totais.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia, Bruegel e Planos de Recuperação e Resiliência nacionais.

Países emergentes: óbitos acumulados por COVID-19

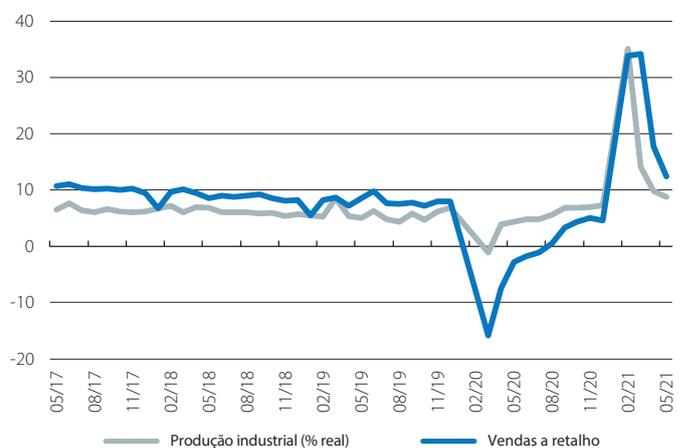
Óbitos por 100.000 habitantes acumulados em 14 dias



Nota: Dados disponíveis até 1 de julho de 2021.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Johns Hopkins CSSE, UM World Population Prospects.

China: produção industrial e vendas a retalho

Variação homóloga (%)



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

EUA: recuperação (in)completa do mercado de trabalho

A eclosão da COVID-19 trouxe o ajustamento mais severo ao mercado de trabalho norte-americano desde a Grande Depressão. Em apenas dois meses, o número de empregados desceu 15%, o que equivale a pouco mais de 22 milhões de pessoas. Como referência, durante a crise financeira global de 2008-2009, a queda acumulada atingiu os 6% (cerca de 9 milhões). Se olharmos para a taxa de desemprego, um dos indicadores mais habituais para avaliar a evolução do mercado de trabalho, esta aumentou a partir de uns excepcionalmente baixos 3,5% em fevereiro de 2020 para cerca de 15% em abril de 2020.

Desde então a recuperação do mercado de trabalho foi significativa: mais de 11 milhões de pessoas já encontraram emprego. Contudo, até que ponto continua a existir margem de recuperação no mercado de trabalho? Num contexto de inflações elevadas e de uma política monetária amplamente acomodatória, esta pergunta é especialmente importante.

Recuperação do mercado de trabalho: depende da forma como vemos

A taxa de desemprego situava-se nuns contidos 5,8% em maio de 2021, não muito longe da taxa natural de desemprego estimada pelo gabinete orçamental dos EUA (em 4,5%). Além disso, vários inquéritos empresariais sugerem dificuldades em cobrir as vagas de emprego. É o caso do inquérito ISM (quer no setor industrial quer no setor dos serviços), do inquérito NFIB que é feito a pequenas empresas ou do estudo de campo que a Fed elabora regular-

mente (*Beige Book*). É que o número de vagas disponíveis alcançou máximos históricos (9,3 milhões em abril) e já supera o número de pessoas que ainda não se reintegraram ao trabalho. De facto, em abril havia tantas pessoas desempregadas como número de vagas. Como resultado, os salários médios aumentaram consideravelmente nos últimos meses: 1,2% acumulado entre março e maio, apesar da maioria dos postos de trabalho que estão a ser criados se concentrarem em atividades económicas com remunerações inferiores à média. Tudo isto reforça a ideia que a recuperação do mercado de trabalho norte-americano é substancial.

Não obstante, se observarmos um leque mais vasto de indicadores do mercado de trabalho, obtemos uma mensagem com muitos detalhes. Assim, apesar do rápido aumento do emprego, ainda existem menos 7 milhões e meio de empregados que antes da eclosão da pandemia. Além disso a recuperação foi desigual, não só por setores (uma situação lógica, dado que várias medidas proibiram determinadas atividades económicas durante meses), mas também entre diversos grupos sociais: por exemplo, está a ser mais lenta entre as mulheres, os afro-americanos e os latinos¹. Além disso, o choque está a ser mais severo entre os mais jovens e entre os indivíduos com um nível de escolaridade mais baixo.

Na tabela-monitor anexa, mostramos diversas métricas que nos permitem avaliar a margem que ainda existe para que o mercado de trabalho continue a recuperar. Em linha com o que acabámos de mencionar, a avaliação da situa-

Monitor do mercado de trabalho

	Último valor	Média 2021	Média 2020	Média 2019
Taxa de desemprego (%)	5,8	6,1	8,1	3,7
Taxa de desemprego U6 (%)	10,2	10,7	13,7	7,2
Taxa de desemprego afro-americanos (%)	9,1	9,5	11,5	6,1
Índice de emprego ISM indústrias (nível)	50,9	54,5	44,3	50,9
Índice de emprego ISM serviços (nível)	55,3	55,8	46,0	55,0
Empresas que não preenchem vagas (%)	48,0	41,4	32,3	36,4
Empresas que pretendem contratar (%)	26,0	20,8	16,0	19,0
Desempregados a longo prazo (27 semanas) (em % total desempregados)	40,3	41,5	18,3	21,1
Participação da força do trabalho (%)	61,6	61,5	61,7	63,1
Participação da força do trabalho +55 anos (%)	38,4	38,3	39,2	40,2
Fluxo de desempregados para empregados (em % desempregados)	24,8	24,4	28,0	27,7
Pedidos semanais de subsídio de desemprego (milhares)	385,0	661,8	1.531,9	219,3

Nota: Os valores na zona verde estão próximos da média do ciclo de expansão mais recente (2014-2018) e costumam ser indicativos de uma utilização dos recursos padrão do trabalho. Os valores azuis mais claros são indicativos que a utilização do mercado de trabalho é ainda incompleta ou que é inferior ao habitual. Enquanto os valores mais laranjas são indicativos de uma utilização elevada do mercado de trabalho, ou que existe algum desajustamento entre a oferta e a procura de recursos do trabalho.

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

1. Poder-se-ia pensar que as diferenças sociais se devem, em boa parte, ao facto de estes grupos estarem sobre-representados nos setores que foram forçados a encerrar. Contudo, o facto é que inclusivamente tendo em conta estas diferenças, são observadas recuperações desiguais. Ver o estudo de Fabrizio, M. S., Gomes, Sr. B. e Tavares, M. M. (2021) para o caso das mulheres. «COVID-19 She-Cession: The Employment Penalty of Taking Care of Young Children», International Monetary Fund. E <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/02/black-and-white-differences-in-the-labor-market-recovery-from-covid-19.html> para o caso dos afro-americanos.

ção do mercado de trabalho muda em função do indicador que observamos. No entanto, tal como conclui a Fed, a maior parte sugere que ainda existe margem para que continue a recuperar².

Dificuldades em cobrir postos de trabalho com um elevado número de empregos ainda por recuperar.

Como encaixam estas duas realidades?

Entre as principais razões que explicam a relativa escassez de mão de obra, destacam-se dois elementos que reduzem a participação no mercado de trabalho, que em maio de 2021 se situava em 61,6%, quase 2 p.p. abaixo dos níveis anteriores à pandemia.

Em primeiro lugar, um elevado número de pessoas não podem ser integradas no mercado de trabalho por questões familiares: por estarem a cuidar de doentes ou de crianças perante o encerramento das escolas, algo que afetou mais as mulheres. De acordo com o inquérito às famílias, cerca de 3 milhões de pessoas não procuram trabalho devido a estes efeitos diretos da pandemia. Deste modo, se incluíssemos estes indivíduos novamente ao mercado de trabalho como desempregados, a taxa de desemprego situar-se-ia em cerca de 7,5%³.

Em segundo lugar, temos as reformas antecipadas de uma elevada percentagem de *baby boomers* americanos. Desde o início da crise da COVID-19, o número de empregados maiores de 55 anos desceu cerca de 2 milhões, de longe o grupo de pessoas com uma maior incidência. Cerca de 60% destas pessoas deixaram de procurar emprego (presumivelmente, porque muitas delas decidiram pré-reformar-se) e já não estão contabilizadas na força do trabalho⁴. Como resultado, a taxa de participação das pessoas com mais de 55 anos desceu até perto do nível mais baixo dos últimos 15 anos.

Um último elemento que não incide na taxa de participação mas que pode explicar também a dificuldade em cobrir as vagas, são as ajudas extras ao desemprego que foram aprovadas durante a crise⁵. Estes maiores subsídios parece que fizeram diminuir os incentivos para procurar emprego, apesar destes indivíduos continuarem classificados como ativos (como desempregados)⁶.

2. Para mais informações, ver <https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2021-15.pdf>.

3. Muito mais perto de taxas alternativas de desemprego, como a efetuada pela Reserva Federal de Dallas com várias universidades (Real-Engane Population Survey).

4. Alguns estudos sugerem inclusivamente para um maior número de pré-reformas entre os *baby boomers*. Ver <https://www.economicpolicyresearch.org/jobs-report/the-pandemic-retirement-surge-increased-retirement-inequality>.

5. O número de pessoas que recebem algum tipo de ajuda tem-se mantido estável cerca dos 16 milhões desde março, um nível muito superior ao período anterior à COVID.

6. Não obstante, convém destacar que existem alguns estudos que mostram um efeito menor deste elemento que o efeito indicado em vários artigos jornalísticos (<https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2021-15.pdf>).

O que podemos esperar a curto prazo?

As reformas antecipadas são um fator estrutural que continuará a pesar no mercado de trabalho e que sugere que o nível de emprego de referência seja ligeiramente menor que o anterior à crise. Assim, embora existam cerca de 7,5 milhões de empregos para recuperar os níveis anteriores à pandemia, certamente que o emprego poderá apenas aumentar em 5 milhões.

No entanto, os restantes elementos possuem um caráter mais conjuntural e deverão estabilizar-se nos próximos meses à medida que a vacinação e o processo de reabertura (incluindo as escolas) avançar. Além disso, a extensão das ajudas extra por desemprego parece pouco provável. De facto, em julho, metade dos estados já não complementarão a maior parte das ajudas por desemprego e, em setembro, ter-se-á extinguido a totalidade destes complementos.

Deste modo, a partir do 3T deveremos observar uma recuperação de muitos dos indicadores do mercado de trabalho. Além disso, durante a melhoria, não nos deverá surpreender que a taxa de desemprego suba nalgum momento, como consequência da reintegração no mercado de trabalho de alguns dos indivíduos que tinham saído. Esta melhoria mais generalizada deverá continuar e adquirir uma certa dinâmica durante o 4T.

Com a inflação muito acima do objetivo, a evolução dos indicadores do mercado de trabalho teve uma relevância muito importante nas ações de política monetária da Fed. De facto, o banco central estabeleceu que não tomará a iniciativa nas suas medidas acomodaticias até que seja atingido um «progresso substancial» para o pleno emprego. Devido aos fatores extraordinários desta crise, quer em termos de queda quer de recuperação, esperamos que a Fed mantenha uma postura muito prudente, que resulte num processo muito gradual de retirada dos estímulos monetários.

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	03/21	04/21	05/21
Atividade									
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	-4,9	5,4	4,7	11,9	20,0	39,9	23,8
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	90,0	93,1	93,8	99,1	114,9	117,5	117,2
Produção industrial	-0,8	-7,2	-14,9	-6,7	-4,3	-1,7	1,5	17,6	16,3
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	45,7	55,0	59,0	61,4	64,7	60,7	61,2
Habitacões iniciadas (milhares)	1.295	1.396	1.086	1.440	1.575	1.599	1.725	1.517	1.572
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	224	229	239	248	252	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	13,1	8,8	6,8	6,2	6,0	6,1	5,8
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	52,9	56,1	57,4	57,6	57,8	57,9	58,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-3,2	-2,7	-2,9	-3,2	-3,6	-3,6	-3,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	0,4	1,2	1,2	1,9	2,6	4,2	5,0
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,3	1,7	1,6	1,4	1,6	3,0	3,8

JAPÃO

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	03/21	04/21	05/21
Atividade									
PIB real	0,0	-4,7	-10,2	-5,5	-1,0	-1,5	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	24,6	30,5	33,0	33,3	36,1	34,7	34,1
Produção industrial	-2,7	-10,6	-20,7	-12,7	-4,2	-1,5	1,0	15,9	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-34,0	-27,0	-10,0	5,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	2,7	3,0	3,0	2,8	2,6	2,8	3,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,2	0,6	0,8
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,1	0,2	-0,8	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,2

CHINA

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	03/21	04/21	05/21
Atividade									
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	34,0	34,2	17,7	12,4
Produção industrial	5,8	3,4	4,4	5,8	7,1	24,6	14,1	9,8	8,8
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	50,8	51,2	51,8	51,3	51,9	51,1	51,0
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	527	409	444	527	629	14	43	46
Exportações	0,5	3,6	-0,2	8,4	16,6	48,9	30,6	32,3	27,8
Importações	-2,7	-0,7	-9,5	3,6	5,4	28,2	38,2	43,1	51,1
Preços									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	2,7	2,3	0,1	0,0	0,4	0,9	1,3
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,9	6,9	7,1	6,9	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4

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	03/21	04/21	05/21
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	2,4	-1,0	-6,6	2,4	1,4	2,3	13,1	23,9	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,3	-8,6	-20,2	-6,9	-1,5	3,3	11,5	39,3	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-18,5	-14,4	-15,7	-13,7	-10,8	-8,1	-5,1
Sentimento económico	103,7	88,2	72,0	88,5	91,4	95,3	100,9	110,5	114,5
PMI indústrias	47,4	48,6	40,1	52,4	54,6	58,4	62,5	62,9	63,1
PMI serviços	52,7	42,5	30,3	51,1	45,0	46,9	49,6	50,5	55,2
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,2	-1,6	-2,9	-2,1	-1,8	-1,9	-	-	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,6	8,0	7,6	8,6	8,3	8,2	8,1	8,0	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,1	4,2	4,2	4,5	4,6	4,5	4,5	4,4	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	8,5	8,1	7,2	9,1	8,1	7,9	7,9	7,3	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	10,0	9,3	8,4	9,9	9,9	10,5	10,4	10,7	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	1,3	-6,7	-14,6	-4,1	-4,7	-1,3	-	-	...
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	0,6	-5,1	-11,2	-3,8	-3,3	-3,1	-	-	...
França (<i>variação homóloga</i>)	1,8	-8,0	-18,4	-3,5	-4,6	1,2	-	-	...
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,3	-8,9	-18,1	-5,2	-6,5	-0,8	-	-	...

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	03/21	04/21	05/21
Inflação geral	1,2	0,3	0,2	0,0	-0,3	1,1	1,3	1,6	2,0
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,9	0,6	0,2	1,2	0,9	0,7	1,0

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	03/21	04/21	05/21
Balança corrente	2,5	2,4	2,3	2,2	2,4	2,6	3,3	5,3	10,7
Alemanha	7,5	7,0	6,8	6,8	7,0	7,1	9,3	14,5	28,2
França	-0,7	-1,9	-1,4	-1,7	-1,9	-1,8	-2,3	-3,1	-4,7
Itália	3,2	3,5	3,0	3,4	3,5	3,6	4,6	7,9	15,1
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	92,4	93,9	93,3	95,6	95,7	95,5	94,9	95,2	95,3

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	03/21	04/21	05/21
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,8	6,3	7,1	7,1	7,0	6,4	5,3	3,2	1,9
Crédito às famílias ^{2,3}	3,4	3,2	3,0	3,1	3,2	3,1	3,3	3,8	3,9
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,1	1,0	1,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	...
Depósitos									
Depósitos à vista	8,0	12,9	12,9	14,1	15,2	16,1	14,2	12,7	12,0
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	0,3	1,0	1,4	1,0	0,9	0,3	-0,7
Instrumentos negociáveis	-1,9	10,0	7,1	10,9	18,3	13,1	7,0	10,5	11,3
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

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

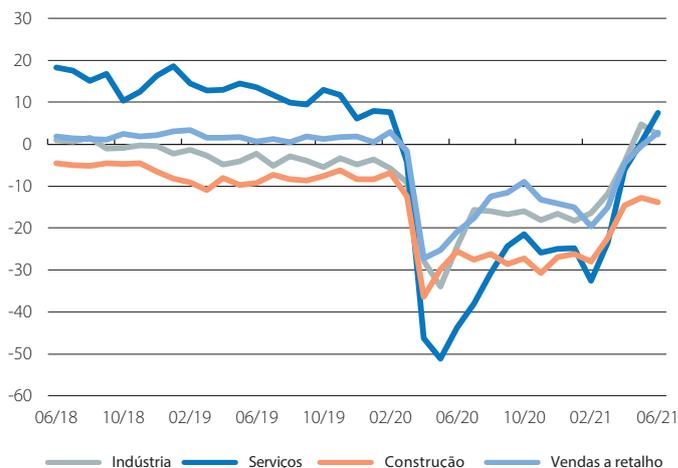
O verão traz consigo a recuperação económica de Portugal, apesar da pandemia

O 2T termina com crescimento. O indicador diário de atividade, que compila informação relacionada com os vários setores (por exemplo, tráfego rodoviário, utilização de cartões de pagamento, consumo de eletricidade, etc.) encontrava-se, na penúltima semana de junho, 4% acima do nível do final de 2020 e indicava uma recuperação da atividade de cerca de 7% em comparação com o 1T 2021. Da mesma forma o volume de negócios nos serviços e na indústria registava recuperações significativas nos dois primeiros meses do 2T. Destaque para o facto de, em maio, as vendas a retalho já terem estado acima do nível de janeiro de 2020. Além disso, a confiança recuperou velocidade em todos os setores, ao beneficiar da redução das medidas de confinamento e dos avanços no processo de vacinação. É evidente que a atividade no 2T foi beneficiada pelo aumento do consumo associado ao aumento da poupança das famílias no período de confinamento. Convém lembrar que, no 1T, a taxa de poupança aumentou para 14,3% do rendimento disponível, o nível mais elevado da série, o que faz prever que no resto do ano a despesa das famílias aumentará e irá refletir a reversão gradual das poupanças acumuladas anteriormente.

O aumento de contágios poderá atrasar a recuperação, mas não impedi-la. Em contraste com a recuperação da atividade no período final do 2T, o 3T começou marcado pelo aumento do número de contágios, que nalgumas zonas do país (especificamente em Lisboa), está a atrasar o levantamento das restrições. Isto poderá dar lugar a crescimentos menos pujantes no 3T e 4T, mas sempre sem colocar em risco o processo de recuperação da atividade. Convém não esquecer que apesar do aumento de novos contágios e do aumento da presença de variantes com maior transmissibilidade, a incidência no número de óbitos continua a ser baixa e a vacinação avança a um ritmo mais acelerado que no resto da UE (mais de 50% da população já recebeu pelo menos uma dose e 30% já recebeu as duas doses), o que sugere que poderão ser evitados novos períodos de confinamento restrito.

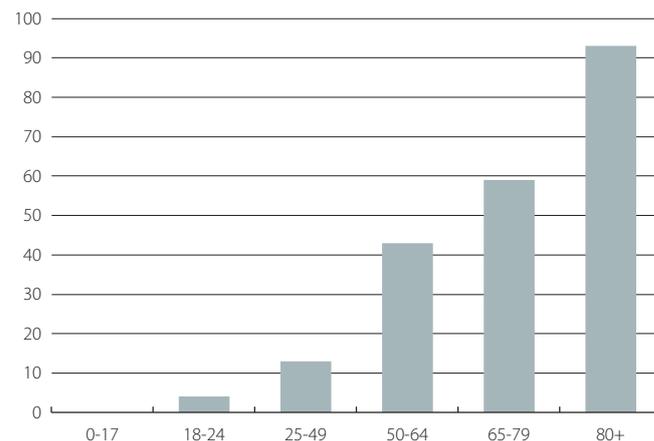
O emprego continua a recuperar lentamente no pós-confinamento. A população empregada aumentou ligeiramente em maio (+13.800 pessoas face ao mês anterior), sendo o quarto mês consecutivo com variações em cadeia positivas (embora pouco significativas). Se compararmos com os níveis anteriores à pandemia, ainda está 21.800 empregos abaixo. Por sua vez, a taxa de desemprego aumentou muito ligeiramente em maio, para 7,2% (7,0% em abril). A importância das medidas de apoio ao emprego é evidente: se as 299.281 pessoas que estavam em situação de *layoff* simplificado em maio tivessem ido para o desemprego e as restantes variáveis se mantivessem constantes, a taxa de desemprego teria alcançado níveis de cerca de

Portugal: confiança em vários setores de atividade (%)



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

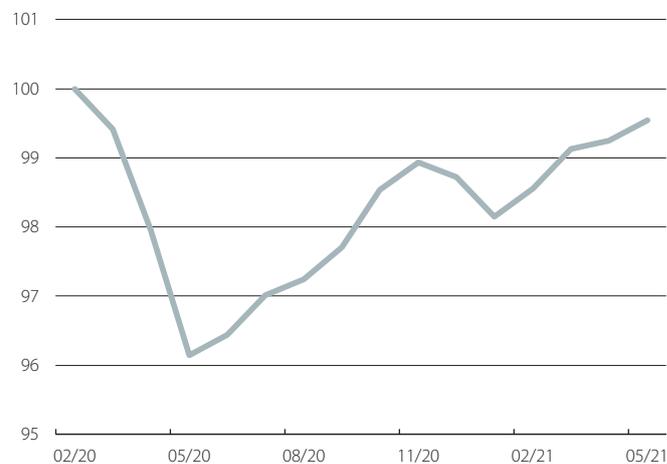
Portugal: vacinação completa por grupos de idade (% da população)



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

Portugal: emprego

Índice (100 = fevereiro 2020)



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

13% em maio. Apesar do comportamento relativamente positivo do desemprego até agora, mantemos a expectativa que o desemprego vá piorar na fase final do ano.

As contas públicas continuam afetadas pela COVID-19. De uma forma particular, o défice do conjunto das Administrações Públicas situou-se em 6,1% do PIB até maio (-4,2% no mesmo período de 2020 e -0,7% em maio de 2019). O agravamento homólogo do défice é explicado pela queda das receitas e pelo aumento da despesa. Particularmente, entre estes dois elementos, são de destacar as despesas com a pandemia: estima-se que as medidas COVID com impacto no saldo orçamental equivalem a 3,1% do PIB até maio. Não obstante, é de prever que o peso destas medidas na percentagem do PIB desça até ao fim do ano, em linha com a melhoria gradual da atividade económica e com a retirada progressiva das medidas numa situação de maior normalidade, se bem que se deva reconhecer que a incerteza se mantém relativamente ao impacto nas contas públicas das novas restrições e a extensão e/ou criação de novas medidas de apoio à economia. Neste contexto, a dívida pública atingiu 129,8% do PIB em maio, um valor elevado mas, contudo, inferior em 3,8 p. p. em comparação com o final de 2020.

E o mercado imobiliário continua resiliente. No 1T, o preço da habitação cresceu de forma mais moderada que no trimestre anterior, mas as avaliações registadas continuam fortes (+1,6% em cadeia, +5,2% homólogo). No mesmo período, foram realizadas transações de 43.757 habitações (+0,5% homólogo) e o valor das transações aumentou 2,5% homólogo, fazendo situar o preço médio das transações de habitações em 158.300 euros (+2,0% homólogo, um aumento mais moderado que no trimestre anterior, mas que ainda assim indica que o mercado continua resiliente). Entretanto, a evolução do índice de preços da Confidencial Imobiliário sugere que no 2T a tendência de valorização do mercado vai continuar.

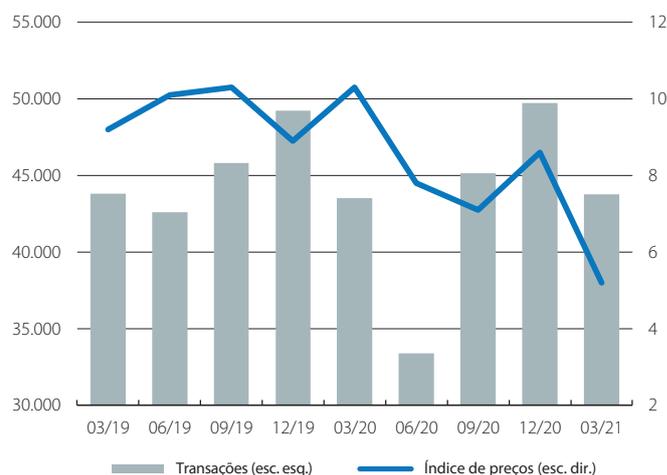
A COVID ameaça a estabilidade financeira. No balanço de riscos financeiros destaque para os elevados níveis de endividamento, o risco de deterioração das condições financeiras, a exposição do setor bancário à dívida pública ou o risco de redução do valor dos imóveis em segunda mão como avales nas hipotecas imobiliárias. Por sua vez, a crise da pandemia poderá criar problemas em relação à solvência das empresas e causar impacto no aumento do incumprimento. Definitivamente, o setor bancário enfrenta pressões sobre a rentabilidade, com taxas de juro baixas, a concorrência de outros agentes e o provável aumento do incumprimento. Contudo, os dados do 1T ainda não refletem este aumento do incumprimento, com um rácio que se situa em 4,6%, -0,3 p. p. relativamente ao final de 2020. No entanto, este valor poderá aumentar no futuro, após o final das moratórias, principalmente no caso das empresas e dos setores mais afetados pela pandemia. De facto, as moratórias continuam a representar um peso muito significativo na carteira de crédito, 11,7%, e ainda mais no caso do financiamento às empresas (30,4%).

Portugal: saldo das Administrações Públicas *
(% do PIB)



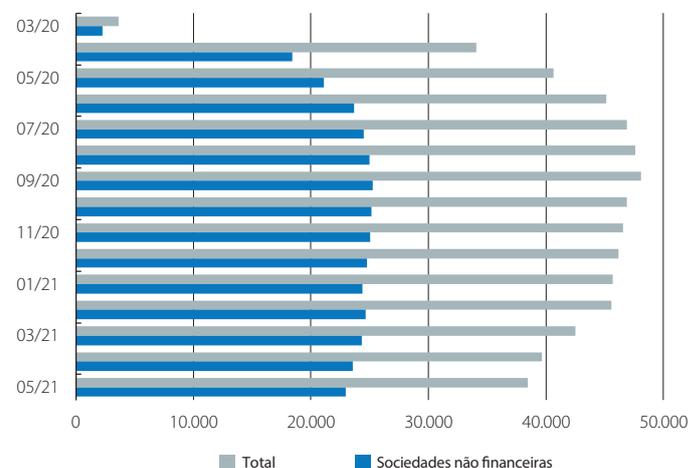
Nota: * Dados das contas públicas.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da DGO.

Portugal: transações e preço da habitação
(Número de habitações) Variação homóloga (%)



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

Portugal: empréstimos sob moratória
(Milhões de euros)



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

Portugal: conseguiremos acelerar na corrida digital?

A COVID-19 reforçou a importância da digitalização na nossa vida. Graças a ela, foi possível que mais de 22% da população empregada em Portugal estivesse em teletrabalho no 2T 2020, que os mais novos pudessem assistir às aulas remotamente, encomendar refeições prontas dos nossos restaurantes preferidos, assistir a filmes e séries nas plataformas de *streaming*, enquanto médicos e utentes conseguiram manter o contato com o recurso às teleconsultas, e os cidadãos puderam aceder aos serviços públicos de forma digital. Em suma, a digitalização permitiu que a economia e a sociedade não parassem completamente durante o confinamento, atenuando as consequências económicas e sociais, e enfatizou que um maior progresso no processo de digitalização é essencial.

Neste contexto, importa olhar para Portugal e perceber em que ponto nos encontramos e que desafios o país enfrenta para encarar esta «corrida digital».

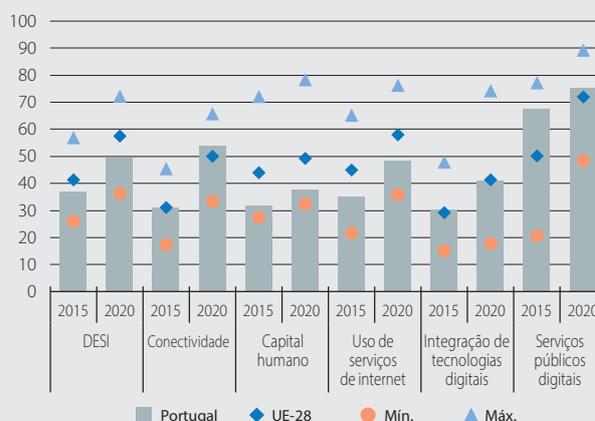
Digitalização: onde estamos...

Para analisar a situação de Portugal, vamos recorrer ao indicador DESI (em inglês, *Digital Economy and Society Index*), elaborado pela Comissão Europeia, e que avalia a posição de 28 países da União Europeia (ainda com o Reino Unido) em cinco dimensões: conectividade, capital humano, utilização de serviços da Internet, integração de tecnologia digital nas empresas e serviços públicos digitais.

De acordo com o DESI 2020, com base nos dados de 2019, Portugal posiciona-se no 19º lugar e abaixo da média da UE. O *gap* face à UE tem vindo a acentuar-se nos últimos quatro anos. De facto, comparativamente com 2015, Portugal é dos países que fez menos progressos, um sinal de que estamos a ficar para trás na corrida da transição digital.

Contudo, nem todos os sinais são negativos. Portugal destaca-se de forma favorável em duas dimensões: conectividade e serviços públicos digitais. Não obstante, trata-se de uma posição relativa que pode ser alcançada por caminhos muito diferentes. Por um lado, no que se refere à conectividade, Portugal subiu 5 posições face a 2015. Contudo, este resultado esconde grandes divergências. Por um lado, o país compara de forma muito positiva no acesso à banda larga fixa de pelo menos 100 Mbps (2º) e na cobertura de rede fixa de alta velocidade (7º); por outro lado, posiciona-se no fim da tabela no número de subscrições de dados móveis por 100 indivíduos e no índice de preços da banda larga. Ao mesmo tempo, revela fraca pontuação no índice que mede o estado de prontidão dos países para a rede 5G (8,3% do espectro disponível em 2020, face a 21% na UE).

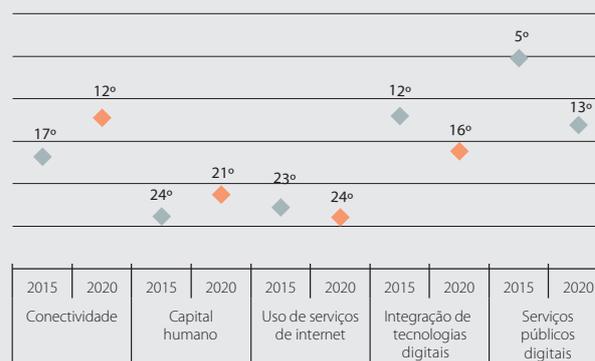
Portugal: indicador DESI e suas componentes (Nível)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia.

Posição de Portugal nas várias componentes do DESI

(Posição face a 28 países)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia.

Por sua vez, e no que diz respeito à segunda dimensão, a dos serviços públicos digitais, Portugal caiu consideravelmente face à 5ª posição que detinha em 2015. No entanto, e tal como acontece no âmbito da conectividade, a situação é bastante heterogénea. Por um lado, comparado, por exemplo, nos serviços públicos digitais disponíveis para as empresas (19º), mas, por outro lado, posiciona-se em 2º lugar na conclusão de serviços *online* (por exemplo, associados ao nascimento de um filho ou a alteração de residência).

Mais alarmante é a posição no que diz respeito ao capital humano e à utilização da Internet, apesar dos progressos face a 2015. Portugal é um dos países pior classificados no que diz respeito ao capital humano. De facto, o DESI revela que 26% da população portuguesa em 2019 não tinha quaisquer competências digitais (9% no conjunto da UE) e que 52% tinha competências digitais básicas (58% na

média da UE). Por sua vez, os especialistas em TIC representavam apenas 2,4% do emprego total em 2019, colocando Portugal na 25ª posição do *ranking*.

Relativamente à utilização de serviços da Internet de âmbito pessoal, 22% da população portuguesa nunca tinha usado a Internet em 2019, mais do dobro do registado na UE. Se, por um lado, os utilizadores portugueses se destacam de forma positiva na utilização da internet para ter acesso a notícias e redes sociais, por outro lado, a percentagem de utilizadores que a usa para *homebanking* ou para fazer compras é comparativamente mais reduzida. Nem a integração da tecnologia digital nas empresas é muito promissora: Portugal caiu quatro posições face a 2015, atingindo a 16ª posição em 2020. O país compara de forma positiva no volume de negócios das PME's com origem no comércio eletrónico, mas regista um dos piores resultados relativamente à utilização das redes sociais, onde apenas 16% das empresas tem presença, contra 25% na UE. Ao mesmo tempo, registou um decréscimo na percentagem de PME's que vendem os seus produtos online, de 18% em 2019 para 16% em 2020, ficando abaixo da média da UE (18%). De facto, as PME's são menos ativas na digitalização do que as grandes empresas: por um lado, estão, normalmente, concentradas em sectores mais tradicionais, onde a capacidade de inovar é menor; por outro lado, os baixos níveis de literacia digital dos proprietários, gestores e empregados e a dificuldade em obter financiamento para projetos mais arriscados acentuam os obstáculos¹.

...e para onde vamos

Nos últimos anos, o país tem avançado com várias iniciativas na área digital. A título de exemplo, na área da conectividade, destaca-se a aposta na fibra ótica, com a proliferação em áreas mais remotas. Ao nível do capital humano, através, por exemplo, do programa INCoDe.2030, que aposta na inclusão digital dos mais vulneráveis, na educação e qualificação, na especialização e na investigação. Relativamente às iniciativas para promover a digitalização nas empresas, destaca-se a estratégia Indústria 4.0, que inclui a melhoria das qualificações dos empregados e a transição digital em mais de 20.000 empresas. Portugal avançou ainda, por exemplo, com o programa Comércio-Digital.t, para promover a presença das PME's no comércio eletrónico e serviços digitais. Ao nível dos serviços públicos digitais, temos medidas como o SIMPLEX, a criação do site *ePortugal* (que agrega serviços para os cidadãos e empresas) ou a PEM Móvel (que permite prescrições médicas através do *smartphone*). Por outro lado, Portugal está atrasado na disponibilização da rede 5G, que será a base de uma enorme transição digital. De facto, o país já falhou

uma meta europeia (de ter pelo menos uma cidade com oferta comercial de 5G em 2020) e é um dos três países sem qualquer oferta comercial de 5G.

E qual o papel do PRR na transição digital em Portugal? Portugal vai alocar 15% dos fundos do PRR à transição digital, ou seja, 2.460 milhões de euros. Este montante será repartido por 5 componentes: Empresas 4.0 (650 milhões de euros), Qualidade das Finanças Públicas (406 milhões de euros), Justiça Económica e Ambiente de Negócios (267 milhões de euros), Administração Pública mais eficiente (578 milhões de euros) e Escola Digital (559 milhões de euros). Os investimentos dividem-se entre a promoção da transição digital nas empresas, a melhoria das competências digitais da população, tornar a Administração Pública mais digital e simples, reduzindo burocracias, promovendo a partilha de informação entre os vários organismos, criando condições para o teletrabalho na função pública e criando mecanismos para a monitorização das contas públicas.

Vimos na análise do DESI que um dos maiores calcanhares de Aquiles para Portugal era a educação digital, mas o montante do PRR alocado a esta rubrica deverá rondar os 5% do total, e grande parte destes investimentos tem como destino a Administração Pública. Apesar de ser inegável a vantagem de tornar a Administração Pública mais eficiente, digital e menos burocrática, também seria importante uma aposta mais musculada nas competências digitais da população; de facto, de nada serve colocar à disposição de cidadãos e empresas serviços digitais relevantes se estes não tiverem capacidade de os usar devidamente. Nesta corrida digital que o país enfrenta, importa não deixar ninguém para trás. Em suma, o PRR representará um avanço em termos digitais, mas com um pouco mais de intencionalidade (ou seja, atacando com mais força aquelas áreas que o DESI deteta como mais débeis) poderia resultar num salto muito mais ambicioso.

1. Comissão Europeia (2019). «The digitalisation of small and medium-sized enterprises in Portugal: Models for financing digital projects».

Indicadores de atividade e emprego

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	04/21	05/21	06/21
Índice coincidente para a atividade	1,1	-5,3	-6,6	-5,5	-3,9	...	-1,7	-0,5	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-6,9	-0,5	-2,1	-0,8	...	37,3	27,1	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-19,4	-14,7	-13,6	-5,0	-9,7	-4,7	-0,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	15,2	3,3	-10,8	12,7	42,4	...	72,7	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	-5,7	-1,5	1,0	0,5	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	10,4	8,3	6,9	6,0	6,2	...	8,0	8,8	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-75,7	-57,6	-75,7	-86,3	...	-84,4	-80,3	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-37,8	-19,5	-19,1	-9,9	-16,8	-10,3	-2,6
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-1,1	-1,9	-7,5	...	25,8	15,6	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,1	-5,7	-7,5	-5,4	-2,2	...	0,5	1,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,9	-26,2	-24,4	-17,3	-21,0	-16,7	-14,2
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	-1,9	-3,1	-1,2	-1,3	...	1,3	3,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	7,0	8,0	7,3	7,1	...	7,0	7,2	...
PIB	2,5	-7,6	-5,6	-6,1	-5,3	...	...	...	...

Preços

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	04/21	05/21	06/21
Inflação global	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,9	0,6	1,2	0,5
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	-0,1	0,5	0,4	0,1	0,6	-0,2

Setor externo

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	04/21	05/21	06/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	-7,8	-10,2	-8,0	...	-0,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-15,1	-12,0	-15,1	-15,6	...	-9,5	...	...
Saldo corrente	0,8	-2,4	-2,2	-2,4	-2,2	...	-2,3	...	...
Bens e serviços	1,6	-3,6	-3,0	-3,6	-3,3	...	-3,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,2	0,8	1,2	1,1	...	0,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,6	0,3	0,3	0,3	0,3	...	0,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	04/21	05/21	06/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	9,2	10,1	10,6	...	10,6	9,9	...
À vista e poupança	14,8	18,8	18,4	18,8	18,5	...	18,7	17,3	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	0,4	1,4	2,4	...	2,1	1,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-21,2	-13,8	-21,2	-23,6	...	-13,3	-7,6	...
TOTAL	5,2	9,0	8,2	9,0	9,4	...	9,8	9,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-0,1	4,6	2,1	4,6	5,1	...	5,4	4,7	...
Empresas não financeiras	-3,7	10,5	4,4	10,5	11,0	...	11,0	8,4	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	0,7	2,1	2,6	...	2,9	3,1	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	1,3	-1,2	-1,0	...	0,2	0,5	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,3	-5,7	-4,3	-5,1	...	-3,9	-1,8	...
TOTAL	-0,3	4,2	1,8	4,2	4,7	...	5,1	4,4	...
Taxa de incumprimento (%)²	6,2	4,9	5,3	4,9	4,6	...	...	...	...

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.

A recuperação espanhola em forma de sopa de letras: W, K, V... ou Delta?

Um primeiro semestre que termina com notícias positivas, mas também com alguma incerteza no horizonte. Embora as restrições tenham vindo a ser levantadas no decorrer do 2T 2021, a incidência de contágios manteve-se contida em junho e terminou o mês com uma incidência acumulada de 14 dias em cerca de 100 casos por cada 100.000 habitantes. Além disso, os novos casos confirmados diários estabilizaram em junho em cerca de 4.000, muito abaixo da média de quase 26.000 casos alcançados em janeiro e do observado em abril e maio (com 7.700 e 5.500 casos, respetivamente). Apesar de nas últimas semanas ter sido observado um aumento no número de casos nalgumas comunidades autónomas e em faixas etárias mais jovens, a taxa de positividade mantém-se abaixo dos 5% (após ter alcançado os 15% em janeiro) e o ritmo de vacinação aumentou em junho para cerca de 7.000 inoculações semanais por 100.000 habitantes. Para os próximos meses, a evolução da pandemia continuará a ser o grande fator determinante para o cenário. Espera-se que a imunização dos grupos acima de 50 anos, que representam 90% das hospitalizações, termine no decorrer das próximas semanas. Com o aparecimento de novas variantes com um potencial contagioso mais elevado – como a variante Delta – o rápido avanço da vacinação será vital para controlar a pressão o sistema de saúde enquanto ao mesmo tempo poder-se-á reativar a atividade económica de forma sustentada.

A atividade económica cresceu no 2T mercê da vacinação. No meio da terceira vaga da pandemia na Europa, o PIB contraiu 0,5% no 1T 2021. No entanto, à medida que começaram a ser levantadas as restrições à atividade económica, a maior parte dos indicadores de atividade disponível começaram a marcar uma rápida aceleração no 2T. Especificamente, os índices de sentimento PMI das indústrias e dos serviços situaram-se em junho acima dos 60 pontos. A melhoria recente foi mais significativa do lado do PMI dos serviços, após se situar em abril pela primeira vez, desde julho de 2020, acima dos 50 pontos (o limite que delimita a zona de contração da de expansão). Neste contexto, após uma queda de 8% no 1T, entre abril e junho o indicador de consumo do CaixaBank registou uma queda de 1%. Esta melhoria foi observada tanto do lado da despesa feita com cartões espanhóis (+8 p.p.) como com cartões estrangeiros (+7 p.p.), com variações de +4% e -52% face aos níveis anteriores à COVID. Os restantes indicadores também recuperaram no 2T. Destaque para o consumo de cimento que, após uma queda de 3,7% homólogo no 1T, se situou em maio 3,5% acima do mesmo mês de 2019. Desta forma, é desenhada uma recuperação em roda dentada, ou em W, sendo de esperar que o último ponto de inflexão seja finalmente superado.

Intensifica-se a reativação do mercado de trabalho. O número de inscritos aumentou 1,2% em junho, o que corresponde a uma integração de mais de 230.000 pessoas durante o mês, ultrapassando o registo anterior de julho de 2020. O número de pessoas em regime de ERTE (Layoff) desceu (média mensal de -84.205), de forma que o número de inscritos que não estão em ERTE (Layoff) aumentou em 317.000 pessoas durante o mês. Por outro lado, observámos em junho uma queda históri-

Espanha: novos casos confirmados e óbitos diários

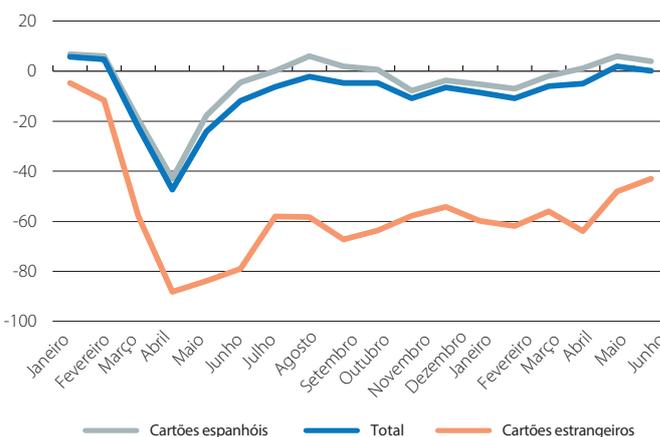


Notas: São mostradas médias de 7 dias de contágios e óbitos. * Positivos em testes PCR e de antígenos por data de notificação. ** Óbitos por data de notificação.

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

Espanha: indicador de consumo do CaixaBank*

Varição homóloga (%)

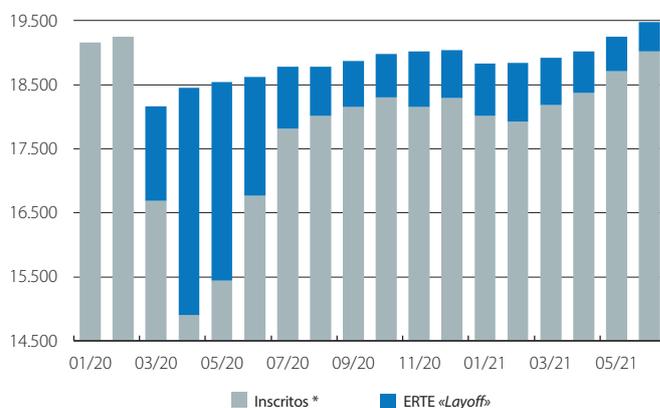


Nota: * Este indicador inclui a despesa com cartões emitidos pelo CaixaBank, a despesa de não clientes em TPAs do CaixaBank e levantamentos em caixas automáticas do CaixaBank.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Espanha: evolução do número de inscritos e ERTE «Layoff»

(Milhares de pessoas inscritas na Segurança Social e em situação de ERTE «Layoff»)



Nota: * Inscritos que não estão em situação de ERTE (Layoff) (total ou parcial).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério do Trabalho e Economia Social e do Ministério de Inclusão, S.S. e Migrações de Espanha (MITRAMISS).

ca do desemprego registado, de 166.911 pessoas. Com estes dados, em comparação com junho de 2019, o número de desempregados supera em 600.000 e o emprego efetivo situa-se em menos 476.700 pessoas. No entanto, a evolução mais recente do mercado de trabalho permite situar a economia espanhola numa trajetória de recuperação muito positiva e destaca também a rápida reativação nos setores mais afetados pelas restrições à atividade.

Com a recuperação económica no horizonte, as atenções viram-se para a inflação. O IPC registou uma variação homóloga de 2,6% em junho, de acordo com o dado avançado pelo INE de Espanha. Este valor situa a média da inflação neste ano em 1,6%, o valor mais alto desde 2018, enquanto a inflação subjacente se situa ainda em níveis muito contidos, em cerca de 0,2%, em mínimos desde 2014, dando forma a uma trajetória da inflação em forma de K. O aumento recente no índice de preços é em grande medida influenciado pelo aumento dos preços da energia, consequência do aumento do custo das matérias-primas e das emissões de poluentes nos mercados internacionais, e também por fatores mais conjunturais, como os efeitos de base devido às fortes quedas anotadas no ano passado. Para os próximos meses, a evolução contida da inflação subjacente poderá ganhar um maior dinamismo enquanto os efeitos de base se vão dissipando.

A balança corrente recupera, impulsionada por um saldo de bens em valores máximos. A balança corrente situou-se em abril em 0,7% do PIB, dando sequência à evolução positiva já visível nos meses anteriores. Em abril, tanto as exportações como as importações mantiveram a sua trajetória de recuperação, e registaram uma variação de -1% e de -8% homólogos, respetivamente, no acumulado de 12 meses. O défice da balança de bens situou-se em -0,8% do PIB, o que representa uma melhoria de 1,7 p.p. face a abril de 2020. Destaque particular para o comportamento dos bens não energéticos, cujo superavit atingiu em abril 0,6% do PIB, o valor mais alto desde 2015. Embora uma parte substancial da melhoria observada na balança de bens se deva ao menor défice energético, que se irá dissipando com os aumentos dos preços da energia e à medida que a economia espanhola recuperar, é de esperar que a recuperação da balança de serviços, particularmente a do turismo, possa também favorecer uma evolução positiva do saldo da balança corrente ao longo do ano.

As contas públicas continuam muito afetadas pela pandemia, o setor imobiliário nem tanto. O défice das Administrações Públicas (excluindo os Organismos Locais) situou-se em 1,8% do PIB em abril, 0,7 p.p. abaixo do observado em abril de 2020, mas 1,3 p.p. superior ao défice de abril de 2019. Esta queda relativamente a 2020 é explicada pelo aumento das receitas entre janeiro e abril, que situam a variação homóloga em 5,4%, em particular devido ao aumento robusto das receitas fiscais de 10,5%. Por outro lado, a evolução do índice de preços da habitação (IPV) dá suporte ao dinamismo do setor imobiliário. Os preços da habitação em Espanha registaram uma variação homóloga de 0,9% no 1T 2021, abrandando o ritmo em 0,6 p.p. relativamente ao trimestre anterior. O aumento dos preços das novas construções desacelerou acentuadamente (de 8,2% no 4T 2020 para 2,3% no 1T 2021), mas mantém um crescimento acima do mercado de segunda mão, que registou uma subida de 0,7%.

Espanha: IPC

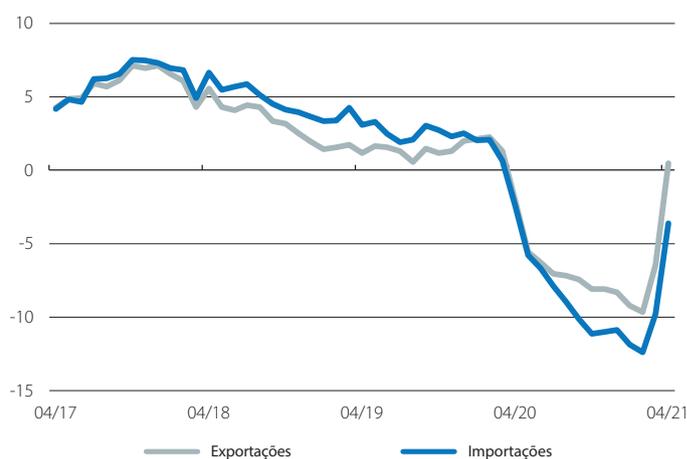
Variação homóloga (%)



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

Espanha: comércio externo de bens *

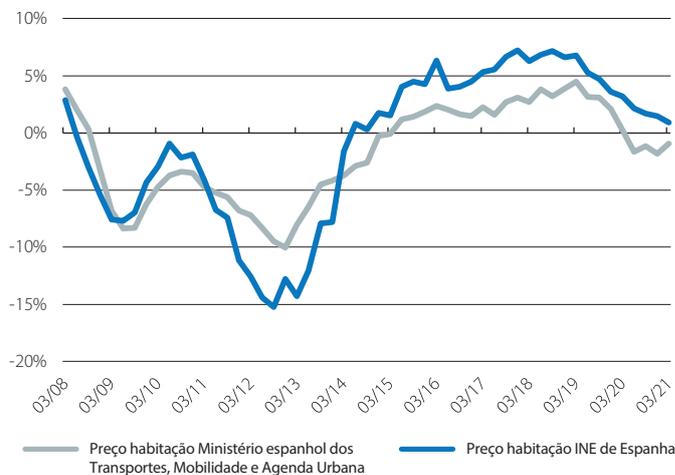
Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



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

Espanha: preço da habitação

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE e do Ministério dos Transportes, Mobilidade e Agenda Urbana de Espanha.

A competitividade do setor externo espanhol: mapa atual e roteiro em 3 D

A pandemia sentiu-se em todos os setores da economia, em particular nos serviços turísticos, um setor fundamental para a economia espanhola. No entanto, o setor externo resistiu significativamente a um choque sem precedentes e, apesar de não contar com esta contribuição tradicional, a balança corrente conseguiu manter um superavit. O ponto de partida para a reconstrução de uma trajetória de crescimento sustentado é melhor do que se poderia esperar.

Onde está o setor externo espanhol: exportações espanholas no mundo

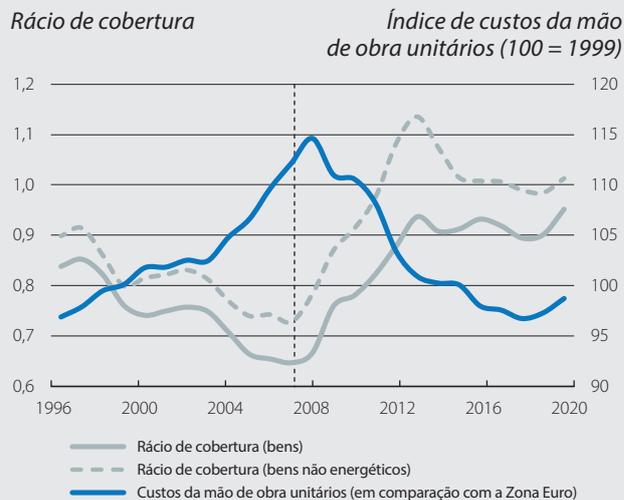
Centrando-nos na balança de bens de 2020, ano com uma queda histórica de 10,8% do PIB, as exportações de bens não energéticos espanhóis caíram 8,3%, mas conseguiram pelo quarto ano consecutivo, manter-se acima dos 250.000 milhões de euros (em cerca de 22% do PIB)¹, o que aliado à descida das importações permitiu chegar a um rácio de cobertura de importações de bens de 0,95 e a um défice da balança de bens de 1,2% do PIB, um mínimo histórico.

Para perceber esta dinâmica positiva do setor externo num contexto de grande fragilidade económica, bem como as suas perspetivas a médio prazo, é necessário colocar em perspetiva a evolução das exportações espanholas ao longo da última década. Entre 2000 e 2008, a economia espanhola acumulava um défice médio por balança corrente de 6,2% do PIB, resultado de saldos de bens e de rendimentos historicamente deficitários (com uma média entre 2000 e 2008 de 7,4% e de 2,5% do PIB, respetivamente), apenas parcialmente compensados pela balança de serviços². Já entre 2009 e 2020, a balança corrente registou um superavit médio de 0,5% do PIB, impulsionada por uma grande melhoria do saldo de bens não energéticos, que passou de um défice médio de -4,7% do PIB entre 2000 e 2008 para um superavit de 0,1% desde 2009, com 7 superavits em 12 anos³.

Desta forma, o rácio de cobertura de importações de bens não energéticos passou de 0,78 em 2008 para um máximo de 1,13 em 2013, estabilizando-se desde então em cerca de 1 (ver o primeiro gráfico). A melhoria do saldo comercial é reflexo dos ganhos de competitividade obtidos na última década, tanto em comparação com os países da Zona Euro (como ilustra o índice de custos de mão de obra unitários do primeiro gráfico), o principal mercado de

1. Em termos históricos, esta descida é comparável com a queda de 14,2% das exportações em 2009, após a crise financeira de 2008, no seio de uma recessão que fez com que o PIB espanhol contraísse 3,8%. No final de 2008, as exportações de bens não energéticos representavam em Espanha 16% do PIB.
 2. A balança de serviços registou um superavit de 3,6% do PIB, em média, entre 2000 e 2008, em grande medida graças aos serviços turísticos, com um superavit de 3,5% do PIB durante o mesmo período.
 3. Também ajudou a balança de serviços, que passou de um superavit médio de 4,9% entre 2009 e 2020, com os serviços não turísticos em destaque, para um superavit médio de 1,5% do PIB durante o período (muito acima dos 0,1% do período anterior). No mesmo sentido, a balança de rendimentos registou uma melhoria do défice, de -1,6%, em média. Por outro lado, a balança de bens energéticos deteriorou-se ligeiramente, ao piorar o seu défice de 2,7% do PIB entre 2000 e 2008 para 2,9% entre 2009 e 2020.

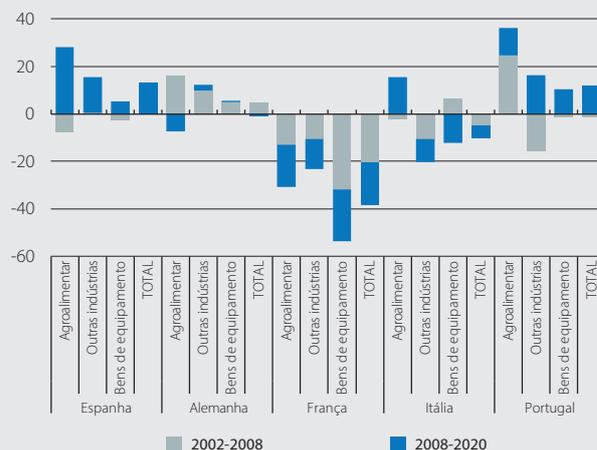
Espanha: rácio de cobertura de importações e custos da mão de obra unitários



Notas: O rácio de cobertura (esc. esq.) mede a percentagem de importações coberta por exportações. Os níveis de cobertura inferior sugerem uma posição comercial mais deficitária. O índice de custos da mão de obra unitários (esc. dir.) é um indicador de competitividade da economia espanhola em comparação com a Zona Euro. Um aumento deste indicador sugere uma deterioração da competitividade-preço dos bens e serviços espanhóis.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

Quotas de mercado dos países da Zona Euro no mundo

Variação homóloga das quotas de exportação de cada país na totalidade de exportações dos países da Zona Euro para o resto do mundo (%)



Notas: Na escala vertical lê-se a variação homóloga das exportações entre 2002, 2008 e 2020. As exportações (em euros) estão agrupadas por categorias SITC. O total de cada país corresponde à quota total de exportações para o resto do mundo, razão pela qual inclui também as categorias SITC existentes que não aparecem destacadas no gráfico.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

destino das exportações espanholas, como em comparação com os principais concorrentes internacionais em vários setores de atividade. Desde 2008, a quota dos bens espanhóis nas exportações totais da Zona Euro aumentou significativamente de 6% para 6,8% (ver o segundo gráfico). Destaque especial para o bom desempenho do setor agroalimentar. Entre 2008 e 2020, a quota de mercado

espanhola em termos de exportações agroalimentares da Zona Euro aumentou mais de 2 p.p., de 9,8% para 12,6% – o que fez que Espanha atingisse a sétima posição a nível mundial⁴. Contudo, o sucesso estende-se também para o setor industrial, quer em termos de bens de equipamento e transporte quer noutras indústrias. Assim, desde 2008, as quotas de mercado dos bens espanhóis nestes setores expandiram-se significativamente, 5,4% e 15%, respetivamente (ambos os setores com quotas de mercado entre 6% e 7%). Além disso, num ambiente de crescente concorrência internacional, estas melhorias substanciais na posição internacional das exportações espanholas são comparadas com uma estabilização da quota de mercado da Alemanha e com as significativas perdas de competitividade do setor industrial em França e em Itália, bem como do setor agroalimentar francês⁵.

Os 3 Ds da competitividade: diversificar, descarbonizar e digitalizar

Para além destas tendências setoriais e dos ganhos de competitividade transversais para toda a economia espanhola, destaca-se também a crescente diversificação da base de exportação, refletida pelo aumento sem interrupções do número de empresas exportadoras regulares, de cerca de 35.000 em 2010 para cerca de 47.000 em 2018, e cujo volume de comércio atinge 97% do volume total declarado de exportações (em comparação com 93% em 2010). Entre as empresas exportadoras regulares, destaque para as empresas de dimensão média – definidas como as que possuem um quadro de pessoal entre 50 e 250 funcionários – cujo volume de comércio aumentou 62%, enquanto o número de empresas exportadoras médias aumentou 25%⁶. Em conjunto, esta evolução reflete uma melhoria tanto da margem extensiva como intensiva, ou seja, uma ampliação da base exportadora e também da dimensão média das empresas exportadoras. Isto também pode ser entendido como um fator de competitividade acrescentado das exportações espanholas, na medida em que as empresas de maior dimensão estão associadas a melhores níveis de eficiência e a um melhor acesso aos mercados financeiros.

Em paralelo, alguns dados sugerem que o setor externo espanhol já começou o processo de descarbonização nos últimos anos. A intensidade de dióxido de carbono (CO₂) nas exportações espanholas desceu 22% entre 2009 e 2019, em comparação com 8,5% no conjunto da Zona Euro (ver o terceiro gráfico)⁷. Além de ser um sinal positivo para

4. Para mais informações, ver o artigo «A resiliência das exportações agroalimentares espanholas» na *Informação Setorial* agroalimentar.

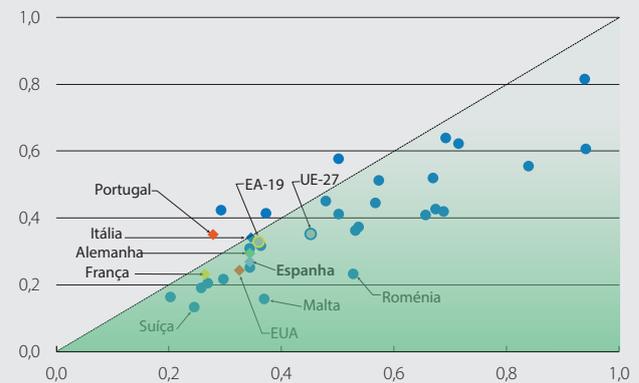
5. O caso de Portugal é mais parecido ao caso espanhol, com um aumento da quota de mercado dos bens portugueses de 11,9%, de 1,2% para 1,4%, entre 2008 e 2020. No caso português destaque também para os bens agroalimentares e para as indústrias, com lucros superiores a 10%, bem como o setor químico, com um aumento da quota de exportação de 8,1%.

6. Por sua vez, o volume do comércio, tanto de grandes como de micro e pequenas empresas exportadoras regulares aumentou cerca de 56%, enquanto o número total destas empresas cresceu cerca de 33%, em ambos os casos.

7. Olhando para a intensidade do CO₂ nas exportações das principais economias da UE no mesmo período, na Alemanha desceu 16%; em França, 11% e na Itália, 1%. Malta e Roménia encontram-se entre as economias que mais reduziram o conteúdo de carbono nas suas exportações, ambas acima de 50%. No sentido contrário, Portugal aumentou 27%.

Espanha: evolução da intensidade de CO₂ nas exportações de 2009 a 2019

(Quantidade de CO₂ por USD exportado, acumulado de 5 anos)



Nota: Na escala horizontal lê-se a intensidade de CO₂ nas exportações em 2009 e na escala vertical lê-se o valor em 2019. UE-27 e EA-19 sem a Bélgica, a Eslovénia e a Irlanda.

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

a descarbonização da economia, este fator poderá indicar uma posição competitiva favorável das empresas espanholas na fase inicial do período vindouro de transição climática e de importantes reformas estruturais. Finalmente, juntamente com a descarbonização das exportações, nos próximos anos o processo de digitalização será intensificado, com o aparecimento de novas oportunidades relacionadas com o comércio eletrónico, mas também com os desafios em testar a capacidade das empresas para reinventarem os seus processos de produção e de gestão para ganharem competitividade. Estas transformações irão definitivamente colocar em evidência a importância do investimento em infraestruturas e em capital humano, o que é amplamente reconhecido como um dos grandes desafios da economia espanhola⁸.

Para onde vai o setor externo espanhol: chegou o momento de dar um passo em frente

A economia espanhola enfrentará maiores desafios nos próximos anos. A diversificação, a digitalização e a descarbonização poderão revelar-se como as faces mais visíveis do processo de transformação estrutural profunda que irá ocorrer. Neste sentido, já a partir dos próximos meses a economia espanhola contará com o importante impulso que o programa NGEU vai representar. Assim que o roteiro estiver delineado, só falta executar o plano: para chegar ao pódio neste complicado triatlo, é preciso utilizar todas as ferramentas disponíveis para maximizar a velocidade de execução e minimizar os incidentes no decorrer do trajeto. O sucesso contínuo do setor exportador espanhol dependerá de cada D, de detalhe.

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

8. Ver por exemplo Cuadrado, P., Moral-Benito, E. e Solera, I. (2020). «A sectoral anatomy of the Spanish Productivity Puzzle». Documentos Ocasionais n.º 2006, Banco de Espanha. E Banco de Espanha (2019). «Desafios para a Economia Espanhola perante o cenário pós-COVID-2019» no Relatório Anual de 2019. Para uma análise detalhada sobre a evolução do processo de digitalização da economia espanhola ver o Dossier «Digitalização e fundos europeus: um binómio vencedor» publicado na IM03/2021.

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	04/21	05/21	06/21
Indústria									
Índice de produção industrial	0,7	-9,4	-23,4	-5,3	-2,4	2,9	48,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-27,8	-11,9	-11,0	-7,3	2,6	4,6	0,2
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	39,4	51,4	51,1	53,0	57,7	59,4	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-12,5	-19,1	-19,9	-19,1	-6,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,7	-11,8	-17,7	-17,6	-17,7	-9,4	...	...
Preço da habitação	5,1	2,1	2,1	1,7	1,5	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,8	-22,8	-50,7	-72,6	-85,4	...	...	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	28,4	47,3	43,0	44,3	54,6	59,4	...
Consumo									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-18,3	-3,5	-3,0	-0,4	40,5	19,6	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-68,6	-7,5	-13,2	12,7	1.787,9	177,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-27,9	-26,9	-26,3	-22,1	-11,6	-9,9	-11,7
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,3	-2,9	-6,0	-3,5	-3,1	-2,4	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,1	15,5	15,3	16,3	16,1	16,0	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,6	-2,0	-4,4	-3,0	-2,0	-1,4	3,2	3,8	...
PIB	2,0	-10,8	-21,6	-8,6	-8,9	-4,2	-	-	-

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	04/21	05/21	06/21
Inflação global	0,7	-0,3	-0,7	-0,5	-0,7	0,6	2,2	2,7	2,6
Inflação subjacente	0,9	0,7	1,1	0,5	0,2	0,4	0,0	0,2	...

Setor externo

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	04/21	05/21	06/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-7,2	-8,9	-10,0	-8,1	-1,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-9,3	-13,3	-14,7	-14,0	-7,8	...	...
Saldo corrente	26,6	7,7	18,1	11,5	7,7	6,1	7,7	...	...
Bens e serviços	37,5	16,8	27,7	20,3	16,8	15,2	16,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,9	-9,0	-9,6	-8,8	-9,0	-9,1	-8,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	30,8	12,7	22,6	16,3	12,7	11,0	12,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	04/21	05/21	06/21
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	8,0	9,0	8,7	8,9	5,2	...	...
À vista e poupança	10,7	12,3	13,0	13,8	13,7	14,1	9,6	...	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-16,1	-16,5	-17,1	-20,4	-22,9	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	-6,6	5,2	11,8	11,2	12,8	...	...
TOTAL	5,6	7,1	7,1	8,7	8,9	9,1	5,7	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-1,5	1,2	1,5	2,0	2,4	2,3	0,4	-1,1	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	6,1	7,1	7,9	7,8	1,6	-2,2	...
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-2,1	-1,8	-1,5	-1,0	-0,4	-0,1	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	0,7	0,3	-0,1	-1,8	-0,5	-1,0	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	0,1	1,1	8,8	9,5	16,2	16,7	...
TOTAL	-1,7	1,3	1,5	1,9	2,7	2,7	1,3	-0,1	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,8	4,5	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5	...	...

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

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

Reformas estruturais na UE: promessas de prosperidade futura

A implementação do programa Next Generation EU (NGEU)¹ abre a «janela de oportunidade» reformadora mais evidente dos últimos anos, quiçá décadas, em Espanha, Portugal e noutros países da UE. Parte desta esperança vem dos investimentos estruturais financiados, mas também são fundamentais as reformas económicas associadas ao programa. Contudo, as reformas promovidas «desde Bruxelas» não esgotam a agenda de reformas dos países europeus. Neste artigo exploraremos o conteúdo das agendas de reformas estruturais que os países da UE têm em cima da mesa, sejam provenientes da própria União ou do âmbito nacional, e a razão pela qual são configuradas de uma determinada maneira. É um exercício muito ilustrativo para perfilar que tipo de futuro a Europa persegue.

Reformas estruturais: uma definição

Vamos começar com uma pergunta simples: no que é que consistem as reformas estruturais? Se esta questão tivesse sido feita ao conjunto dos economistas no início dos anos noventa do século passado, a resposta mais provável teria sido alguma variante de «qualquer intervenção na economia que repercuta num aumento do crescimento a longo prazo». Se repetíssemos a questão duas décadas depois, em 2010, este consenso possivelmente teria incluído, para além do objetivo de eficiência anterior, que essas ações também tivessem efeitos equitativos. Hoje em dia, o mais provável é que fosse somado um terceiro elemento à resposta e que aparecesse o aditamento que este crescimento fosse, também, sustentável a partir de um ponto de vista ambiental. Assim, a visão atual é que as reformas estruturais são atuações que permitem melhorar a eficiência, a equidade e a sustentabilidade da economia e, desta forma, criar um maior conforto futuro para mais pessoas.

Este hipotético questionário pretende tornar patente um elemento essencial, que nem sempre se verifica: a agenda de reformas estruturais não está esculpida em pedra, mas depende do momento histórico. Esta dependência deve-se a dois elementos. O primeiro, que as tendências fundamentais para a economia variam, especialmente a demografia e a tecnologia. O segundo, que as condicionantes políticas e sociais também evoluem. Não é o mesmo reformar um país em pleno auge demográfico, em plena transição para a industrialização e com um regime não democrático (entenda-se o desenvolvimento espanhol da década de 1960), ou fazê-lo num país imerso numa revolução digital, aberta internacionalmente, com uma democracia plena e em rápido envelhecimento, como a Espanha atual.

As condicionantes da agenda de reformas

Sendo assim, qual é a agenda atual que Espanha e Portugal precisam? Embora às vezes tenhamos muito a tendência de pensar em termos muito idiossincráticos, e nalguns aspetos será justificado, o que é certo é que a maior parte dos países da UE partilham um núcleo duro de reformas estruturais necessárias. É lógico, dado que referimos que as tendências económicas e as condicionantes políticas e sociais são semelhantes, até mesmo comuns, na maior parte dos países europeus. Sendo assim, a que tipo de condições uma agenda de reformas europeias deverá responder?

Em primeiro lugar, deverá facultar não só a adaptação mas também o aproveitamento das possibilidades da acelerada alteração tecnológica e dar resposta às exigências da transição demográfica, em particular as implicações do envelhecimento da população e do aumento da esperança de vida. Em segundo lugar, esta agenda deverá estar adaptada a um contexto internacional muito específico, o resultante de pertencer à UE. Por último, as reformas deverão ser adotadas e implementadas em países que partilham o facto de serem democracias plenas, embora crescentemente polarizadas, e com tendência para a desconfiança face ao futuro, que se transmite para uma certa visão defensiva do *status quo* europeu num sentido amplo.

Por agora, deixemos de lado este último elemento que tem muito a ver com a forma de fazer boas reformas, assunto do seguinte artigo do Dossier², e vamos concentrar-nos nas duas primeiras questões, que estão relacionadas. O facto de ser membro da UE implica a participação numa determinada conceção partilhada do tipo de sociedade e economia à qual se pretende chegar. Qual? Os próprios conteúdos do NGEU criam uma série de adjetivos que descrevem bem esta visão: a UE do futuro pretende ser verde, digital, inclusiva, coesa (territorial e socialmente), sustentável, resiliente e orientada ao futuro.

No entanto, ser parte da UE também implica uma exigência nas reformas que de forma geral não é mencionada: têm que servir para reforçar a integração europeia e, de forma particular, a sua dimensão económica. Para começar, a própria existência do instrumento do NGEU, pelo que representa de avanço na capacidade de despesa e de novas opções de financiamento, é um elemento de federalismo de primeira ordem. Lembremos que, com o objetivo de financiar o programa, vai ocorrer um aumento significativo do teto de recursos próprios do orçamento da UE e vai ser emitida dívida europeia. Além disso, tal como aconteceu no passado com outros instrumentos, o facto de o NGEU ter um calendário definido não implica que não possa ser reativado no futuro perante *choques* económicos adversos. Definitivamente, o NGEU criará uma herança em forma de maiores investimentos e, potencialmente, capacidade de despesa e investimento futuros se for necessário.

1. Para mais informações sobre o NGEU, ver o artigo «Capacidade de transformação e impacto macroeconómico do NGEU» neste mesmo Dossier.

2. Ver o artigo «Reformar bem: missão impossível?» neste mesmo Dossier.

Um segundo aspeto que normalmente também não é mencionado é que, quando as reformas associadas ao NGEU se desenvolverem, a Zona Euro poderá funcionar melhor como zona monetária. Por exemplo, a redução da rigidez do mercado de trabalho ajudará a que a resposta perante *choques* futuros seja em maior medida em ajustamentos de salários e não de emprego, que é o que acontece atualmente³.

Por conseguinte, o NGEU comporta dois objetivos: a aceleração para uma UE do futuro mais eficiente, equitativa e sustentável e um salto qualitativo em matéria de integração europeia. Esta dupla esperança, como referimos anteriormente, baseia-se em dois eixos diferentes, uma série de investimentos com finalidade estrutural e uma série de reformas estruturais. Estas últimas divergem em função do país, mas de facto partilham uma conceção comum (reflexo de condicionantes económicas, políticas e sociais semelhantes, mencionadas anteriormente). Além disso, as reformas estruturais que estão em cima da mesa não são apenas as que foram propostas por Bruxelas, também os estados possuem as suas próprias estratégias.

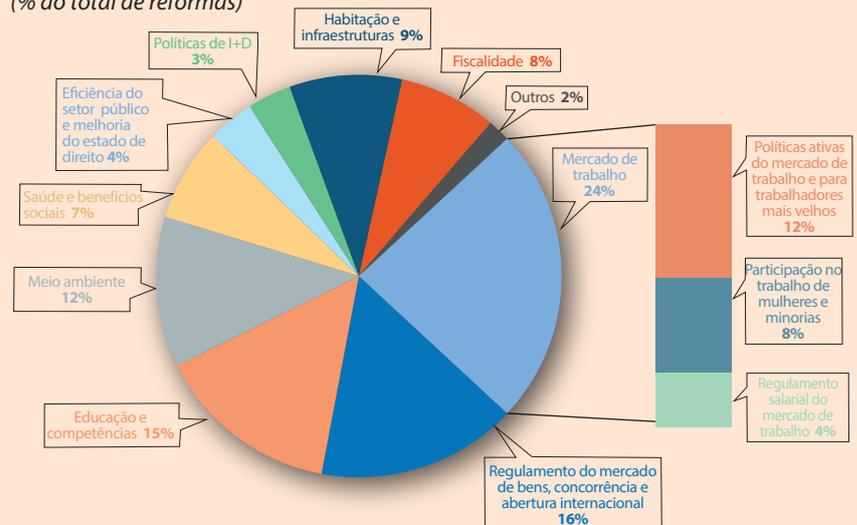
Inferir uma agenda de reformas nacional tipo: do particular ao comum

Portanto, é relevante identificar uma agenda nacional tipo. Este não é um exercício simples, sendo que o ideal seria inferir diretamente uma série de elementos partilhados a partir daquilo que países avançados propõem fazer em matéria de reformas. Esta abordagem de «baixo para cima» poderá dar-nos a tranquilidade de ir filtrando diferenças políticas, setoriais, sociais, culturais e nacionais e alcançar a uma visão de conjunto.

Esta é precisamente a metodologia que a OCDE propõe num estudo recente e que tem a virtude de esclarecer o que está atualmente em cima da mesa das sociedades avançadas em matéria de reformas⁴. O gráfico em anexo, elaborado em função dos dados da OCDE mas que reagrupa as categorias com o objetivo de delimitar melhor as alavancas estruturais que se tentam ativar, é muito ilustrativo. Quase três quartos das reformas estruturais dos países avançados concentram-se em quatro áreas. A primeira, fundamental em qualquer sociedade moderna, é a reforma do mercado de trabalho. Apenas um mercado de trabalho eficaz poderá criar condições de base para combater, num dos seus pontos fulcrais, a desigualdade. Aqui os países propõem uma estratégia tripla: a melhoria das políticas ativas, com incidência especial na reconversão dos trabalhadores de maior idade; o aumento da participação das mulheres e também de coletivos minoritários e, finalmente, alterações no salário mínimo.

Países desenvolvidos: agenda de reformas estruturais

(% do total de reformas)



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

A segunda área é o núcleo duro de qualquer economia competitiva: garantir uma concorrência justa, tanto interna (mercados de produtos, política de concorrência) como externa (abertura exterior).

A terceira área é a educação, em sentido amplo. Aqui pretende atuar na acumulação de capital humano, um fator fundamental para o crescimento a longo prazo, com incidência tanto na educação, no seu sentido mais formal, como na disponibilidade de competências essenciais. Para terminar, a quarta área temática priorizada é a ambiental, na qual são incluídos aspetos como reduzir a contaminação, integrar as externalidades ambientais nos preços dos bens e ativos ou acelerar o ritmo de investimento em infraestruturas verdes. O terço restante das ações estruturais situa-se em áreas como a saúde e os benefícios sociais (reflexo dos tempos de pandemia que estamos a viver), a eficiência do setor público, a melhoria das regras do jogo institucional (isto é, do estado de direito) e o estímulo da política de investigação e de inovação.

Trata-se de uma agenda razoável, reflexo dos tempos que correm e que combina a atenção aos objetivos das reformas estruturais que têm vindo a ser acrescentadas em cada época: a eficiência, a equidade e a sustentabilidade. O ponto em questão que agora se coloca é passar desta agenda prototípica para a realidade, ou seja, abordar o mais difícil: como reformar. Ou, por outras palavras, concentrar-se na ciência e na arte do «bem reformar». Um assunto fundamental ao qual dedicaremos o nosso seguinte artigo.

3. Ou seja, em termos académicos, a Zona Euro estará um pouco mais perto de ser aquilo que se denomina de Área Monetária Ótima.

4. OCDE (2021). «Going for growth 2021: Shaping a Vibrant Recovery».

Reformar bem: missão impossível?

Porque é tão complicado fazer reformas? Porque é que, se as reformas estruturais tendem a melhorar as perspetivas futuras da maior parte da população, é tão difícil adoptá-las? A dificuldade radica precisamente em duas das palavras anteriores: futuro e maioria. As reformas prometem benefícios futuros, mas costumam produzir custos no presente. As reformas prometem benefícios para muitos, mas não para todos. Ou, em termos mais formais, os custos e benefícios estão distribuídos assimetricamente entre a população e no tempo. Esta é uma situação problemática, porque alguma coisa beneficia de forma difusa muitos mas prejudica poucos, estando estes últimos muito incentivados a se organizar em forma de *lobby*. Como também é problemático que os custos das reformas se concentrem a curto prazo e os benefícios, a longo prazo, porque isto implica que os políticos que as terão de impulsionar, enfrentam o dilema de sofrer os custos políticos da sua adoção sem poderem capitalizar no ciclo eleitoral imediato os lucros das mesmas.

Reformas em Espanha? Obviamente

Neste contexto, não é de admirar que as reformas sejam o eterno assunto pendente em muitos países. No entanto, não devemos cair numa espécie de pessimismo histórico. Em particular, convém descartar uma visão derrotista sobre a capacidade de reformas em Espanha. Ao contrário do que possa parecer, Espanha tem sido ativa em matéria de reformas estruturais. Às vezes com resultados irregulares, como no caso das reformas do código de trabalho, mas outras vezes com efeitos significativos, como no caso do Plano de Estabilização de 1959, os Acordos da Moncloa de 1977, a entrada na UE em 1986, o Mercado Interno Europeu em 1993 ou a integração na UEM em 1999.

O que é que estas tentativas de sucesso nos dizem sobre as condições nas quais é mais provável que sejam efetuadas reformas? O contexto no qual são lançadas todas estas reformas partilha traços comuns. Em primeiro lugar, normalmente são tomadas decisões de reforma em tempos difíceis, ou muito difíceis, em termos económicos. Seja porque quando as autarquias do franquismo estavam quase a entrar em colapso por falta de moedas com as quais eram necessárias pagar o petróleo, quando a inflação ameaçou destruir a Transição, quando Espanha enfrentou a entrada na UE com a indústria em plena reconversão e o desemprego crescente, ou quando foi enfrentada a necessidade de sanear as finanças públicas e privatizar setores fundamentais da economia em plena recessão pós-Jogos Olímpicos de 1992.

Um segundo elemento partilhado destas reformas é que, pelo menos em tempos de democracia, o Governo desfrutou de uma maioria confortável. É o caso dos Acordos da Moncloa, a adesão à UE ou a entrada no euro. Para terminar, um terceiro elemento é que existe o que poderíamos denominar, de forma geral, uma referência – ou uma obrigação – externa. Este é o papel do FMI no Plano de Estabilização de 1959, das referências italianas e alemãs na política de rendimentos que inspiraram os Acordos da Moncloa e do compromisso com a UE na adesão e na entrada na Zona Euro.

Definitivamente, as reformas estruturais de sucesso em Espanha foram adotadas quando houve pressão externa, quando existiram governos fortes e quando se viveram tempos difíceis. Apenas em Espanha? Não, o certo é que existe literatura empírica abundante que confirma que estes três elementos determinantes costumam coincidir com o lançamento de reformas estruturais noutras geografias e épocas e também para várias variantes de reformas¹. Porque uma questão fundamental é que as reformas mencionadas são as denominadas, na literatura económica, de alteração de enquadramento, ou seja, que afetam elementos de definição do funcionamento económico (por exemplo, os típicos programas de liberalização). Contudo, o certo é que as reformas sejam temáticas, como as reformas do código do trabalho ou do mercado de produtos, também ocorrem com maior probabilidade quando se combinam os três fatores anteriores.

As reformas são lançadas em tempos difíceis porque neste contexto a capacidade de negociação dos principais afetados costuma ser menor, e os custos relativos para o decisor público costumam ser limitados: se a situação contemporânea é má, o político pode perceber que a inação possui maiores custos eleitorais que a tomada de decisões, inclusivamente se isto repercutir em conflitos com grupos de pressão organizados. Da mesma forma, se existir pressão externa, por exemplo na forma de compromissos internacionais, o político é capaz de «transferir» parte do custo da reforma para esse âmbito. E, finalmente, um Governo forte possui aquilo que poderemos denominar de um maior «capital político». É uma metáfora conceptual que tenta capturar o facto de os governos disporem de um determinado grau de popularidade e de apoio que podem destinar a políticas muito diversas: apenas quando este capital abunda, é razoável pensar que será investido em algo tão dispendioso politicamente como as reformas.

1. Ver Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. e Benalal, N. (2018). «Structural policies in the euro area». ECB Occasional Paper, (210). E Galasso, V., Dang, T., Hoj, J. e Nicoletti, G. (2006). «The Political Economy Of Structural Reform: Empirical Evidence From Oecd Countries». OECD Economics Department Working Papers n.º 501.

Desde a adoção aos efeitos das reformas estruturais

Até aqui estabelecemos três fatores que aumentam a probabilidade de serem adotadas reformas estruturais. Passemos agora a uma segunda questão fundamental, a dos seus efeitos. Começámos o artigo a dizer que as reformas tendem a produzir benefícios a longo prazo. Contudo, existe um elemento adicional que é crítico neste resultado: os lucros expectáveis serão diferentes em função da situação económica, pelo menos em determinados tipos de reformas. Assim, está bastante bem estabelecido que as reformas do código do trabalho tendem a produzir melhores resultados quando são adotadas em momentos económicos positivos. Aqui, é evidente, ocorre um problema aparentemente irresolúvel. Por exemplo, é mais provável adotar uma reforma que flexibilize o mercado de trabalho a meio de uma crise, mas se for adotado, pode provocar uma maior destruição de emprego a curto prazo.

É possível reconciliar esta tensão e ser capaz não só de reformar mas também de reformar bem, para que a reforma seja efetiva? Não é fácil e nem sempre é possível, mas a evidência indica uma solução parcial. Muitas das reformas atuam pelo lado da oferta da economia para produzirem lucros, mas os seus custos emanam dos efeitos na procura a curto prazo. Nestes casos, a solução é atuar combinando as reformas com uma política económica de expansão, de uma forma geral através de um aumento da despesa ou do investimento, que facilite a compensação de parte destes impactos negativos a curto prazo na procura. Diminuindo em certa medida os custos a curto prazo estamos a melhorar a situação e, de certa maneira, facilitamos que os efeitos se pareçam mais aos que seriam obtidos no caso ser implementada a reforma em tempos de bonança.

Outros elementos do bem reformar incluem três aspetos fundamentais adicionais: a credibilidade, a qualidade institucional e a compensação aos prejudicados². Em primeiro lugar, logicamente, a credibilidade. É difícil identificar um elemento, na implementação das boas reformas, que seja ao mesmo tempo tão crítico como inapreensível. Não é por acaso que a credibilidade aumenta se as reformas forem autênticas reformas. Ou, dito de outra forma, é especialmente prejudicial anunciar uma série de pequenas mudanças como se fossem ações de grande alcance. Também se revelou crítico fornecer toda a evidência técnica possível, uma opção que afasta as reformas de leituras demasiado politizadas (estas últimas associam-se a benefícios para uma parte, não para todos) e que proporciona a transparência, outro atributo fundamental.

Como referíamos, um segundo elemento é a qualidade institucional. Os estados que funcionam bem, desde o ponto de vista institucional, implementam melhores reformas. Em particular, são capazes de «proteger» as reformas de alterações políticas futuras e garantir que os benefícios esperados acabam por ocorrer. Neste sentido, às vezes as boas reformas em determinadas áreas implicam reformas políticas prévias, que garantam que as primeiras possam frutificar.

O terceiro elemento refere-se à compensação dos grupos que perdem devido às alterações que as reformas introduzem. Existem muitas formas de o apresentar, desde as compensações diretas até vias mais estratégicas. A história demonstrou que uma das opções mais frutíferas é implementar reformas simultâneas, tipicamente amplas, que permitam oferecer trocas aceitáveis. Seria o caso, por exemplo, do tipo de enquadramentos profissionais que atuam ao mesmo tempo nas áreas da flexibilidade (por exemplo, tornando mais adaptável o despedimento) e da segurança (proporcionando políticas ativas que façam aumentar a empregabilidade, e os rendimentos, que cubram as necessidades durante a transição para o novo posto de trabalho). Assim se fez, por exemplo, ao conceber a denominada *flexisecurity* dinamarquesa.

Chegámos ao fim e, caro leitor, é possível que você coloque esta grande questão: sendo assim... é provável que os países europeus adotem reformas ambiciosas e efetivas, desta vez efetivamente no contexto da «janela de oportunidade» do NGEU? Uma resposta taxativa não é possível, mas existem motivos para albergar uma esperança contida. As condições de partida são semelhantes em dois grandes aspetos na maior parte dos países: estamos a atravessar tempos económicos difíceis e existe um elemento disciplinador externo, a condicionalidade associada ao desembolso dos fundos do NGEU. Além disso, e esta é uma diferença abismal em comparação com muitas outras tentativas reformadoras, estamos a viver um episódio de estímulo económico com poucos precedentes, o que deverá facilitar o atenuar de parte dos custos a curto prazo pelo lado da procura. Para terminar, não há nada que impeça cuidar a credibilidade, compensar com inteligência os perdedores do *status quo* e blindar institucionalmente as reformas. Contudo, é preciso reconhecer que a polarização política poderá ser um impedimento para o impulso reformador. No entanto, se forem levados em consideração todos os fatores, inclinamo-nos para o otimismo e pensar que, talvez, desta vez poderemos voltar a assistir um novo caso de sucesso de reforma em muitos países da UE, entre eles (e porque não?), Portugal e Espanha.

2. Ver Khemani, S. (2017). «Political economy of reform». World Bank Policy Research Working Paper 8224.

Capacidade de transformação e impacto macroeconómico do NGEU

Os Planos de Recuperação e a sua capacidade para transformar a economia

Enquanto escrevemos estas linhas, a Comissão Europeia está a ratificar os Planos de Recuperação e Resiliência (PRR) dos Estados-membros da UE, o que representa o ponto de partida para a distribuição dos fundos do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), a principal componente do Fundo de Recuperação Next Generation EU (NGEU), e que atribuirá 312.500 milhões de euros em transferências e 360.000 milhões em empréstimos. Contudo, receber os fundos não significa ter acesso totalmente livre ao dinheiro: a partir do primeiro desembolso, a Comissão monitorizará a execução dos projetos e a implementação das reformas incluídas nos PRR e determinará se o financiamento continua a chegar, ou não, a cada um dos países.

Portanto, é essencial que a execução dos projetos se ajuste às medidas e aos prazos estipulados nos PRR, cujas principais características para as quatro grandes economias e Portugal se resumem na primeira tabela. A disparidade nos montantes reflete o acesso desigual aos recursos do MRR, concebido para garantir um maior apoio financeiro àqueles países que sofreram um maior impacto devido à COVID-19. Isto explica que Itália, Espanha e Portugal sejam as economias mais beneficiadas na distribuição. Relativamente ao pedido de empréstimos e subsídios, a Espanha detalha no PRR unicamente a utilização de subsídios, deixando aberta a possibilidade de pedir empréstimos a partir de 2022, ao contrário da Alemanha e da França, que afastam a possibilidade de os pedir. Por sua vez, a Itália intenciona aceder à totalidade dos subsídios atribuídos e à totalidade de empréstimos, enquanto Portugal integra no seu Plano a totalidade de subsídios, mas apenas 20% da totalidade de créditos aos quais poderia ter acesso. No que respeita a como serão gastos os fundos, a Comissão impôs que pelo menos 37% seja destinado a projetos de transição ecológica e 20% a projetos de transformação digital, requisitos que os vários planos cumprem, embora com algumas diferenças.

Por exemplo, a Alemanha destinará 52% a digitalizar a sua economia (mais do dobro do exigido por Bruxelas), seguida por Espanha (28%), enquanto a França incidirá em maior medida na economia verde (46%).

Os investimentos propostos para atingir as várias metas também diferem entre países, embora possam ser perfiladas as principais tendências, estipuladas no gráfico. Os projetos de mobilidade sustentável receberão a maior proporção de fundos (entre 28% na Alemanha e 16% em França), exceto em Portugal, que destinará à construção quase 20% dos fundos (considerando a nova construção e os programas de apoio ao acesso à habitação, bem como a renovação energética dos edifícios). Por outro lado, tanto Espanha como Itália são os únicos países que contemplam investimentos para modernizar e aumentar a competitividade do setor turístico (5,0% e 2,0% do total, respetivamente), um dos mais afetados e que antes da pandemia representavam cerca de 12%-13% do PIB em ambos os países.

Os PRR incluem também reformas baseadas nas recomendações do Semestre Europeu que procuram abordar os principais desafios estruturais e corrigir os desequilíbrios macroeconómicos. O Plano alemão é o mais parco em reformas, entre as quais se destacam a modernização e a digitalização da Administração Pública e a eliminação de barreiras ao investimento. Nos outros quatro países, uma das prioridades é melhorar a situação das finanças públicas: França propõe uma regra de despesa; Espanha prevê emprender uma reforma fiscal em 2023 que aumentará a cobrança e reformará o sistema de pensões (com o acordo de todos os agentes sociais); Itália concentrar-se-á no combate à fraude fiscal, verificará anualmente a sua despesa pública durante 2023-2025 e auditará todas as Administrações Públicas e Portugal propõe medidas para melhorar os resultados das empresas públicas. Outro desafio comum é o de combater o desemprego através de políticas ativas na maior parte dos casos, embora seja de destacar que a França, além disto, reformará o sistema de prestação por desemprego para incentivar a procura de emprego e Espanha transformará os ERTE (Layoff) num mecanismo permanente de ajustamento interno das empresas.

Planos de Recuperação e Resiliência nacionais

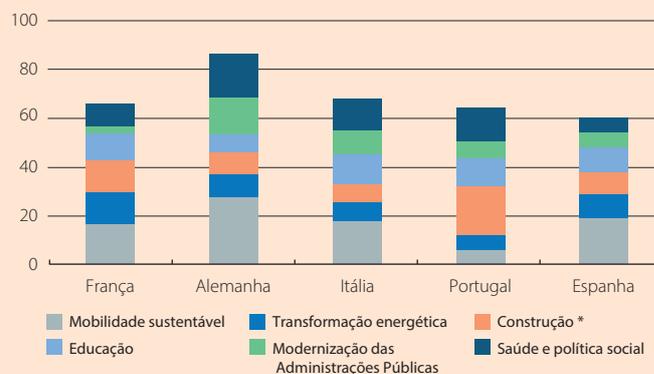
		Alemanha	França	Itália	Espanha	Portugal
	Montante Plano (milhões de euros)	27,9	41,0	191,5	69,5	16,6
	(%) do PIB de 2019	0,8	1,7	10,7	5,6	7,8
Financiamento do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (milhões de euros)	Subsídios	25,6	39,4	68,9	69,5	13,9
	Empréstimos	No	No	122,6	Quizá	2,7
Principais linhas de atuação (% do Plano total)*	Transformação verde**	42	46	44	40	38
	Transformação digital***	52	21	25	28	22

Notas: * Os dados correspondem às percentagens publicadas pela Comissão Europeia, após ter autorizado os PRR em junho pelo que, nalguns casos, poderão existir pequenas diferenças relativamente ao publicado nos PRR nacionais. ** Mínimo exigido por Bruxelas: 37. *** Mínimo exigido por Bruxelas: 20.

Fonte: BPI Research, a partir dos PRR nacionais e da Comissão Europeia.

Principais rubricas de investimento dos PRR nacionais

(% dos fundos totais)



Nota: * Refere-se à despesa em reabilitação energética dos exceto em Portugal, que também inclui a despesa em nova construção.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados estipulados nos PRR e em estimativas da Bruegel.

Qual será o impacto macroeconómico do NGEU?

A incerteza sobre o impacto potencial do NGEU é elevada. A literatura económica não oferece uma referência fiável sobre os efeitos de medidas fiscais discricionárias, além de que a conjuntura na qual se executará é excecional e ainda não conhecemos todos os detalhes sobre os programas que financiará e das reformas que os reforçarão. Apesar disto, analisamos o quão potente poderá chegar a ser o Plano para as principais economias europeias. Para poder construir cenários de impacto fazemos pressupostos sobre quanto PIB gerará cada euro investido – o denominado multiplicador – e sobre a capacidade de absorção dos fundos. Além disso, concentrar-nos-emos nos subsídios, visto que alguns países ainda não decidiram se utilizarão os créditos, outros não os pedirão e dado que, para os que recorrerem a eles, será um grande desafio em termos de capacidade de absorção.

O multiplicador continua a ser um problema em aberto, apesar dos enormes esforços que foram dedicados a identificá-lo¹. No caso do NGEU existem fatores específicos para esperar multiplicadores elevados pelos seguintes motivos: i) trata-se de um Plano fundamentalmente de investimento; ii) será apoiado por reformas estruturais, que pressupõem oportunidades para regimes reguladores

Cenário conservador: baixos multiplicadores e baixa persistência

(p. p. de diferença em PIB relativamente a um cenário sem fundos NGEU)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Zona Euro	0,41	0,54	0,60	0,66	0,30	0,20
Alemanha	0,11	0,14	0,16	0,18	0,08	0,05
Espanha	0,92	1,22	1,36	1,49	0,66	0,44
França	0,26	0,35	0,39	0,43	0,19	0,13
Itália	0,62	0,82	0,91	1,00	0,45	0,30
Portugal	1,03	1,36	1,51	1,65	0,73	0,48

Nota: Absorção de transferências em 4 anos (25% anual, começando em 2021).

Fonte: BPI Research.

conservador, com multiplicadores baixos⁶. Além disso, dado que cada economia pode planear onde investir os fundos, a sua canalização será ágil sendo previsível uma absorção muito superior à de outros programas europeus (inferior a 50%, em média). Nos nossos cenários assumimos que alcançará 100%⁷. Na segunda e terceira tabelas são apresentados os resultados obtidos. No nosso cenário mais conservador, o Plano NGEU poderia levar a um aumento anual do PIB da Zona Euro entre 0,4% e 0,7% até 2024, elevando-se para um intervalo de 0,9%-1,6% em Espanha e em Portugal, e de 0,6%-1,0% em Itália, enquanto se limitaria a 0,3%-0,4% em França e 0,1%-0,2% na Alemanha. No cenário de alto impacto, o aumento anual do PIB da Zona Euro poderia situar-se entre 0,5% e os 1,2%, atingindo um intervalo de 1,4%-2,9% em Portugal e de 1,2%-2,6% em Espanha. Estes cálculos apenas têm em conta a parte do NGEU associado às transferências, embora alguns países tenham já solicitado também parte dos empréstimos (Itália e Portugal) e não incluem o efeito potencial das reformas associadas, que poderão ter um impacto a longo prazo ainda mais importante que o impacto dos investimentos dos fundos europeus e diferenciado por países.

Em qualquer caso, as estimativas deixam poucas dúvidas que o NGEU representa uma potente política anticíclica, mas deixam pairar muitas dúvidas sobre o seu alcance potencial e sobre o seu legado a longo prazo. Se forem escolhidos programas de qualidade, desenvolvidos eficazmente e acompanhados por reformas úteis (a condicionalidade pode ter um papel relevante), poder-se-á conseguir um impacto muito elevado e, inclusivamente, benefícios permanentes. Caso contrário, só será alcançado um impulso fugaz em termos de crescimento. Portanto, o que está em jogo é fundamental.

se transformarem em mais flexíveis (por exemplo, no mercado de trabalho e de bens e serviços) e obterem efeitos duradouros além do período de implementação²; iii) a conjuntura é oportuna para tirar o maior partido graças à elevada capacidade produtiva ociosa após o choque da COVID-19 e ao ambiente de taxas de juro muito baixas³, e iv) representa um choque europeu coordenado, sendo de esperar um impacto positivo adicional pelos *spillovers* positivos entre países⁴.

Por conseguinte, para avaliar os efeitos do NGEU projetámos dois cenários: um de alto impacto, com multiplicadores elevados e persistência a longo prazo e outro mais conservador, com multiplicadores baixos e pouca persistência. No primeiro, supomos que os planos de recuperação são implementados de forma efetiva, pelo que o impacto por euro investido deveria estar na categoria alta das estimativas habituais⁵. Também projectámos um cenário mais

Cenário alto impacto: elevados multiplicadores e elevada persistência

(p. p. de diferença em PIB relativamente a um cenário sem fundos NGEU)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Zona Euro	0,54	0,87	1,07	1,19	0,78	0,55
Alemanha	0,14	0,23	0,28	0,32	0,21	0,15
Espanha	1,23	1,98	2,39	2,62	1,70	1,19
França	0,35	0,56	0,69	0,77	0,51	0,36
Itália	0,82	1,33	1,61	1,78	1,17	0,82
Portugal	1,37	2,20	2,65	2,90	1,88	1,31

Nota: Absorção de transferências em 4 anos (25% anual, começando em 2021).

Fonte: BPI Research.

1. Para uma revisão profunda da literatura sobre multiplicadores, ver A. Ramey (2019), «Macroeconomic Consequences of Infrastructure Investment».

2. Ver Albrizio e Geli (2021). «Scaling up NGEU, the role of institutions and investment Project selection». Documento de Trabalho do Banco de Espanha.

3. Ver BCE (2021). «The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the EMU». E Canova e Pappa (2021), «What are the likely macroeconomic effects of the EU Recovery plan?».

4. Ver Alloza, Burriel e Pérez (2018). «Fiscal Policies in the euro area: revisiting the size of spillovers».

5. Vamos situá-lo ligeiramente acima de 2 no quinto ano, em termos acumulados.

6. Em termos acumulados, cerca de 1 no terceiro ano e, praticamente, estável a partir daí (o efeito positivo completa-se quase três anos após o investimento).

7. Em ambos os cenários, relativamente ao calendário de distribuição dos fundos, assumiremos que são distribuídos completamente durante o período 2021-2024 a um ritmo de 25% anual.

O plano de recuperação e a desigualdade: a caminho de uma economia mais inclusiva

A coesão social juntamente com os pilares ecológico e digital constituem as linhas de ação fundamentais do Plano de Recuperação, Transformação e Resiliência (PRTR), que desenha o roteiro para uma recuperação económica sólida, inclusiva e resiliente, não apenas para enfrentar a crise provocada pela COVID-19, mas também para responder aos desafios da próxima década.

O impacto da crise na desigualdade

Esta crise, para além de uma crise de saúde e económica, também foi social e teve um impacto muito assimétrico entre os vários segmentos da sociedade. A pandemia fez aumentar as diferenças de rendimentos do trabalho que já se arrastavam desde a crise financeira de 2008, ao afetar com maior intensidade os trabalhadores jovens nos setores mais prejudicados pelas restrições (maioritariamente o dos serviços), pouco qualificados e com contratos temporários. Trata-se de grupos com salários abaixo da média, de forma que se alargou o fosso entre salários e aumentou a percentagem de famílias em risco de pobreza e de exclusão. Além disso, a destruição de emprego concentrou-se nos grupos mais desfavorecidos, aumentando as diferenças entre rendimentos.

Espanha: variação do índice de Gini a partir do início da pandemia

Variação no índice relativamente a fevereiro de 2020 (p. p.)



Notas: O índice de Gini é o índice de referência para analisar o nível de desigualdade salarial. Poderá ter valores entre 0 e 100. Valores mais elevados refletem níveis de desigualdade mais altos e vice-versa. A variação no índice de Gini relativamente a fevereiro de 2020 é corrigida pela variação sazonal experimentada durante o mesmo período dois anos antes.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

a razões de equidade, como também de eficiência. A desigualdade não é apenas perniciosa em termos de justiça social, mas também em termos económicos: faz com que o crescimento seja mais frágil, pressupõe o desperdício de capital humano e talento, reduz a coesão e aumenta a agitação social.

Nesta linha, o Plano de Recuperação espanhol inclui entre os seus objetivos a redução da desigualdade e uma maior inserção e coesão social, enfrentando-a através de duas vias: protegendo os mais vulneráveis e proporcionando oportunidades de desenvolvimento. Entre as medidas do primeiro grupo encontram-se as que se podem ser denominadas de «paliativas», de proteção, como a modernização e o reforço dos serviços sociais e das políticas de inserção, que atenuam as desigualdades já existentes e que afetam o rendimento secundário². O segundo grupo, com uma visão de maior longo prazo, aborda as atuações preventivas; ou seja, combater a desigualdade *ex-ante* onde a mesma ocorre, no rendimento primário. Para a combater será imprescindível abordar as lacunas que a originam, como a lacuna digital, a territorial, educativa, geracional... todas intimamente interrelacionadas.

As desigualdades começam a tomar forma desde o início da vida e vão-se retroalimentando e acumulando ao longo dos anos. As desigualdades ao nível da educação transferem-se para o mercado de trabalho e para os salários e, no fim, para as pensões de reforma. Neste sentido, o aumento da pobreza infantil em Espanha é muito preocupante, porque além disso faz antecipar um aumento das desigualdades nas próximas gerações. Por isso, para combater a desigualdade na origem é fundamental reduzir as lacunas que impedem uma maior equidade nas oportunidades de desenvolvimento e desta forma evitar as «armadilhas» da pobreza.

1. www.inequality-tracker.caixabankresearch.com.

2. O rendimento primário inclui os rendimentos do trabalho, os de investimentos e outros rendimentos primários. O rendimento secundário inclui as transferências correntes, impostos correntes, cotizações e prestações sociais, etc.

Apesar de ainda não terem sido divulgadas as estatísticas oficiais sobre a desigualdade em Espanha durante esta pandemia, o Monitor de Desigualdade do CaixaBank Research¹ permite-nos observar a evolução da desigualdade ao longo dos últimos meses. O comportamento do índice Gini mostra o impacto significativo da COVID-19 na desigualdade entre rendimentos antes das transferências do setor público, com um aumento histórico de 11 pontos entre fevereiro e abril de 2020, que nos meses seguintes se corrigiu parcialmente. Não obstante, em abril de 2021 o índice ainda se situava 4 pontos acima dos níveis anteriores à pandemia, no entanto os estabilizadores automáticos, as transferências públicas e os mecanismos executados para atenuar o impacto da crise amorteceram em grande medida o aumento da desigualdade e desaceleraram a evolução do índice Gini para 1,4 pontos.

A caminho de um crescimento mais inclusivo

Neste contexto, o Mecanismo para a Recuperação e Resiliência (MRR), que é o núcleo do Fundo de Recuperação Next Generation EU, inclui entre as suas metas o crescimento inclusivo e uma maior coesão social e territorial.

Este objetivo de crescimento inclusivo, entendido como um maior bem-estar para toda a sociedade, não responde apenas

Visando fechar lacunas

O PRTR possui linhas de atuação transversais, com incidência sobre a desigualdade, como são as atuações ao nível da educação, digitalização, coesão territorial e mercado de trabalho, entre outras.

As medidas na **área da educação** constituem o eixo fundamental para reforçar a igualdade de oportunidades a partir da base. Incluem investimentos por um valor de 1.646 milhões de euros, com a criação de 65.000 vagas na educação infantil – período fundamental para igualar as oportunidades – e um novo currículo baseado nas capacidades. Melhorar os resultados educativos é a melhor ferramenta para alcançar um avanço duradouro a longo prazo em termos de desigualdade e uma alavanca essencial para melhorar a produtividade e desenvolver a transformação da economia espanhola.

Associada às medidas educativas a **digitalização** possui um papel relevante. Estimamos que 15 milhões de espanhóis carecem de competências digitais básicas. O PRTR destina 3.590 milhões para melhorar as capacidades digitais e a digitalização da educação, e inclui investimentos em infraestruturas digitais, conectividade e apoio à digitalização de setores económicos como o turismo, a indústria ou o agroalimentar, e a digitalização das pequenas e médias empresas. O objetivo destas atuações é garantir a inclusão digital através da formação em competências digitais, melhorar a empregabilidade e as condições de trabalho, e em última instância, obter lucros de produtividade.

A digitalização é ao mesmo tempo um desafio e uma oportunidade para reduzir a desigualdade. Por um lado, a existência de uma lacuna digital no acesso e conhecimento da tecnologia digital gera um círculo vicioso que retroalimenta a desigualdade. Contudo, ao mesmo tempo as tecnologias digitais abrem uma janela de oportunidade para melhorar o acesso e os formatos de ensino, ajudar à criação de novos postos de trabalho, melhorar as condições de trabalho e obter ganhos de produtividade.

Igualmente, as medidas para reforçar a **coesão territorial** e reduzir as diferenças entre os níveis de desenvolvimento dos territórios abordarão outro foco de desigualdade como é a lacuna urbano-rural, ampliada por dinâmicas demográficas como o envelhecimento e o despovoamento. Assim, no Plano são articuladas 130 medidas orientadas para áreas rurais e pequenos municípios que vão desde a diversificação económica e o impulso da inovação à plena conectividade digital e o apoio ao empreendimento.

Outro foco fundamental para combater a desigualdade é a correção dos desequilíbrios persistentes no **mercado de trabalho** (taxa de desemprego estrutural elevada, trabalho temporário e precariedade), que fazem aumentar parte dos problemas comentados anteriormente. Apesar da reforma do código do trabalho esteja sujeita ao acordo entre os parceiros sociais, é fundamental uma maior eficácia dos serviços públicos de emprego e das políticas ativas de emprego bem como conseguir conciliar a necessidade de flexibilidade com a segurança no mercado de trabalho.

Impacto do PRTR na desigualdade

De acordo com as estimativas contidas no próprio PRTR, está previsto que consiga atenuar a desigualdade ao nível dos rendimentos com uma redução do índice de Gini, situado antes da pandemia em 33,2 pontos³ (média de 30,8 na UE) para níveis de 31,3 pontos nos próximos 10 anos, o que poderá representar uma redução de mais de dois terços do diferencial em comparação com a UE.

Também se estima que o Plano terá um efeito positivo na convergência regional, através de um impacto do investimento público no crescimento do PIB mais elevado nas regiões situadas nos percentis mais baixos de rendimento per capita, de forma que uma região espanhola com um PIB per capita 1% inferior à média nacional registará um crescimento médio anual 1,1% superior⁴, ao reduzir as diferenças em termos de emprego e produtividade.

Reativando o «elevador social»

Uma das características diferenciais deste Plano é a transversalidade e a visão integral, com medidas que se reforçam mutuamente e que permitem impedir as dinâmicas criadoras de desigualdade.

Os objetivos de digitalização, resiliência e crescimento inclusivo são complementares. Construir uma economia mais resiliente que reduza a intensidade das recessões, momentos nos quais a desigualdade aumenta, também reduz a componente cíclica da mesma, assegurando que os ganhos das fases de expansão não sejam desperdiçados em tempos de crise. Além disso, melhorar a qualidade do capital humano não só reduz a desigualdade, como também favorece um maior crescimento da economia e do emprego, através de uma maior produtividade.

Se o mais urgente é a recuperação após o forte choque produzido pela pandemia, o importante é que a implementação do Plano construa os alicerces para a transformação da economia espanhola. São sobejamente conhecidas as fragilidades que a afetam, sendo necessário não demorar na aplicação das medidas e ativar o «elevador social» através da educação, da digitalização e do emprego.

3. Dados do Eurostat 2018.

4. No PRTR estima-se que, na ausência do NGEU, estas regiões registarão um crescimento 1,1% inferior à média.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: www.bancobpi.pt

INFORMAÇÃO MENSAL

Análise clara, ordenada e rigorosa da situação económica portuguesa, espanhola, europeia e mundial, bem como da evolução dos mercados financeiros, com artigos especializados das questões chave da atualidade económica e financeira.

Contém também previsões sobre o crescimento do PIB e inflação em países desenvolvidos e emergentes, previsões de taxas de juro, taxas de câmbio e matérias primas.

DAILY REPORT

Comentário sintético ao comportamento dos mercados financeiros internacionais, principais oscilações das taxas de juro, taxas de câmbio, *commodities* e índices bolsistas.

PULSO ECONÓMICO

Publicação semanal contendo uma análise sucinta aos indicadores económicos e factos relevantes nas principais economias, com destaque para a economia portuguesa, espanhola e europeias. Comentário aos fatores de relevo nos mercados financeiros internacionais, reuniões de bancos centrais nos principais blocos, preços de *commodities* e mercados de ações.

NOTAS BREVES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário), espanhola e europeia; breve comentário aos principais eventos de política monetária (FED e BCE).

FLASH NOTES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário) (apenas disponível em inglês).

FICHAS SÍNTESE PAÍS

Caracterização económica, financeira e política, sintética e clara, dos principais países parceiros comerciais e de investimento das empresas portuguesas. Análise sucinta dos principais aspetos económico e financeiros, e previsões económicas para o triénio.



O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (UEEF), que contém informações e opiniões procedentes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento tem um objetivo meramente informativo, pelo que o CaixaBank e o BPI não se responsabilizam, em nenhum caso, pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são do CaixaBank e do BPI e podem sofrer alterações sem notificação prévia.

É permitida a reprodução parcial do *Informação Mensal* sempre que a fonte for citada de forma adequada e uma cópia seja enviada ao editor.

© Banco BPI, S.A., 2021

© CaixaBank, S.A., 2021

Design e produção: www.cegeglobal.com

