

IM09

INFORMAÇÃO MENSAL
SETEMBRO 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

Provocará a inflação novas turbulências nos mercados financeiros?

ECONOMIA INTERNACIONAL

A subida dos preços das matérias-primas e o seu impacto na inflação

ECONOMIA PORTUGUESA

Investimento em Portugal brilha em ano de pandemia

ECONOMIA ESPANHOLA

Procura reprimida: uma das principais alavancas da recuperação económica

DOSSIER: FUNDOS EUROPEUS NGEU: A GRANDE ALAVANCA PARA O SALTO DIGITAL

As políticas públicas ao serviço da difusão tecnológica

NGEU: comparação internacional dos investimentos em novas tecnologias dos planos de recuperação

NGEU digital: um salto importante ou não?

Portugal: PRR, o motor para acelerar na corrida digital

INFORMAÇÃO MENSAL**Setembro 2021**

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

BPI Research (UEEF)www.bancobpi.pt/<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista Chefe

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@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 Planejamento Estratégico

Adrià Morron SalmeronCoordenador da *Informação Mensal***Javier Garcia-Arenas**

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de agosto de 2021

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**9 *Provocará a inflação novas turbulências nos mercados financeiros?***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *A subida dos preços das matérias-primas e o seu impacto na inflação***19 ECONOMIA PORTUGUESA**21 *Investimento em Portugal brilha em ano de pandemia***24 ECONOMIA ESPANHOLA**26 *Procura reprimida: uma das principais alavancas da recuperação económica***29 DOSSIER: FUNDOS EUROPEUS NGEU:****A GRANDE ALAVANCA PARA O SALTO DIGITAL**29 *As políticas públicas ao serviço da difusão tecnológica*31 *NGEU: comparação internacional dos investimentos em novas tecnologias dos planos de recuperação*33 *NGEU digital: um salto importante ou não?*35 *Portugal: PRR, o motor para acelerar na corrida digital*

Estratégias de saída

Como foi revelado nas últimas semanas, existem poucas coisas mais importantes que possuir uma adequada estratégia de saída, uma vez que é dada por terminada determinada missão. Isto também acontece na economia, onde se começa a colocar em dúvida a idoneidade de manter por tempo indefinido o programa de política económica que, acertadamente, esteve a ser utilizado há ano e meio para enfrentar a crise da pandemia. Os avanços nos ritmos de vacinação e a recuperação da mobilidade colocam o ciclo económico numa posição bem diferente da de há 12 meses e, nessa mudança de trajetória, aparecem estrangulamentos ao longo da cadeia de formação de preços (transporte, logística, etc.), afetando o comportamento da inflação. Um termómetro que embora em circunstâncias tão especiais como as atuais não esteja a refletir com exatidão a temperatura da economia (ainda utilizando as leituras subjacentes), mostra que a balança de riscos começa a mudar.

Por enquanto, o consenso dos analistas continua a defender que boa parte do aumento dos preços é explicado por fatores de cariz transitório (efeitos de base e desequilíbrios temporários entre a procura e a oferta) e, portanto, os ritmos homólogos surpreendentes aos quais está a crescer o custo do cabaz de consumo nos EUA (5,4%) e na Europa (3%) deverão diluir nos próximos meses conforme a oferta se for ajustando ao forte aumento da procura, tanto de bens como de serviços. Algo muito importante para o futuro da recuperação, porque estão já a surgir efeitos negativos nas margens empresariais e na capacidade de compra das famílias (especialmente nos países emergentes). Se os aumentos de preços se repercutirem ao longo da cadeia produtiva e os custos unitários do trabalho começarem a subir, colocar-se-á em risco o bom comportamento que a procura externa mostrou nos últimos anos em países como Portugal ou Espanha.

O que devem fazer os bancos centrais nestas circunstâncias? Por um lado, não se devem precipitar, mas ao mesmo tempo deverão começar a adaptar o seu roteiro às alterações que começam a ser detetadas na conjuntura económica. Se o novo caminho estiver bem desenhado e, sobretudo, comunicado corretamente, a normalização monetária não se deverá traduzir num forte endurecimento das condições financeiras. Algo que por enquanto a Fed está a conseguir entre os grandes países desenvolvidos, o primeiro banco central obrigado a tomar a iniciativa. O anúncio de Powell na reunião de Jackson Hole de que provavelmente o *tapering* (redução do volume de compras de dívida) irá começar no final do ano foi bem recebido pelos mercados, pois ao mesmo tempo o máximo responsável da Fed antecipou que as subidas das taxas de juro serão adiadas para mais tarde, ao contrário daquilo que Bernanke comunicou em 2013, provocando uma tempestade nos mercados financeiros.

No caso da Europa a urgência é menor apesar da inflação se ter situado durante o verão em máximos desde 2011 e a atividade ter mantido uma tendência positiva, a julgar pelos sinais provenientes dos inquéritos e dos indicadores de alta frequência. Provavelmente, perante o desconforto que uma parte do Conselho do BCE começa a manifestar, a curto prazo apenas será necessária uma leve revisão em baixa nos níveis de compra do programa criado para combater a pandemia (PEPP) no último trimestre do ano. Entretanto, será lançada a nova estratégia comunicada pelo BCE em julho que segue a filosofia sugerida pela Fed há 12 meses, na procura de uma maior flexibilidade para encaixar o duplo objetivo de inflação e de estabilidade financeira na nova realidade económica. Esta atualização aumenta a simetria do objetivo para ter mais capacidade em responder ao risco de deflação, integra na caixa de ferramentas quotidianas os instrumentos extraordinários utilizados nos últimos anos e prevê alargar a composição do cabaz de preços, com a componente habitação própria (atualmente apenas estão incluídos os alugueres). A parte que ainda precisa de um pouco mais de rodagem é o ajustamento da orientação futura da política monetária (*forward guidance*), que deve facilitar a formação das expectativas de taxas de juro nos mercados. Por enquanto, a mensagem é que a autoridade monetária europeia precisará de sinais mais firmes de uma aproximação ao objetivo das previsões de inflação a médio prazo (incluindo as leituras tendenciais de preços), antes de sinalizar uma retirada dos estímulos. Isto traduziu-se num leve atraso do momento em que os investidores esperam uma subida das taxas de juro na Zona Euro. Mais simetria, mais flexibilidade ou a perda de importância das variáveis monetárias na análise refletem que o BCE quer ir deixando para trás a marca do Bundesbank, o que sem dúvida facilitará a complexa estratégia de saída que os bancos centrais irão ter que abordar nos próximos anos.

Cronologia

JULHO 2021

- 6** O Irão informou a Agência da Energia Atómica sobre o enriquecimento de urânio e vários países não demoraram em condenar a decisão.
- 15** A variante Delta da COVID-19 expande-se rapidamente por todo o mundo.
- 23** Celebram-se os Jogos Olímpicos de Tóquio 2020 sem público nas bancadas.
- 30** Primeira sentença em Hong Kong ao abrigo da contro-versa lei da segurança nacional.

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.

AGOSTO 2021

- 1** Acelera-se a retirada do Afeganistão por parte dos EUA e dos aliados europeus e os talibã recuperam o poder.
- 3** A Comissão Europeia desembolsou os primeiros 2.200 milhões de euros dos fundos NGEU a Portugal.
- 9** O Relatório da ONU sobre as Alterações Climáticas fala da responsabilidade do homem no aquecimento global e adverte sobre as alterações irreversíveis durante séculos.

JUNHO 2021

- 11** Cimeira do G7 na qual foi acordado um imposto mínimo global para as 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 ao conflito comercial entre a Airbus e a Boeing.
- 16** A Comissão Europeia aprova o Plano de Recuperação e Resiliência português.

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 aceder aos fundos do NGEU.
- 27** O Parlamento europeu aprova definitivamente o acordo para a nova relação entre a UE e o Reino Unido, acordo que já tinha entrado em vigor no passado mês de janeiro.

Agenda

SETEMBRO 2021

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (agosto).
- 3** Espanha: *ratings* Moody's e DBRS.
- 9** Portugal: comércio internacional (julho).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 10** Portugal: *rating* da S&P.
- 16** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (2T).
- 17** Espanha: *rating* da S&P.
Portugal: *rating* da Moody's.
- 21-22** Comité Monetário da Fed.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (julho e 2T).
Portugal: preços da habitação (2T).
- 23** Espanha: PIB (2T).
Espanha: balança de pagamentos (2T).
Portugal: PIB (2T).
- 29** Espanha: IPC (setembro).
Portugal: indicador de confiança de empresas e de consumidores (setembro).
- 30** Espanha: taxa de poupança das famílias (2T).
Portugal: NPL (2T).
Portugal: atividade turística preliminar (agosto).

OUTUBRO 2021

- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 11** Portugal: volume de negócios nos serviços (agosto).
Espanha: contas financeiras (2T).
- 14-15** Conselho Europeu.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (3T).
Espanha: IPC preliminar (outubro).
Portugal: indicador de confiança de empresas e de consumidores (outubro).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
EUA: PIB (3T).
- 29** Espanha: PIB (3T).
Portugal: PIB (3T).
Portugal: produção industrial (setembro).
Portugal: atividade turística preliminar (setembro).
Zona Euro: PIB (3T).

COVID-19: última temporada?

A primeira temporada da série COVID-19 apanhou-nos de surpresa e totalmente desprevenidos. Foi curta, durou apenas alguns meses nos principais países desenvolvidos, mas a experiência foi terrível. A segunda época não foi tão intensa mas foi mais longa e isso fez com que também acabasse por ser muito dura. O efeito surpresa desvaneceu-se e, sendo imaginativos, pudemos recuperar parte da nossa vida antiga mas continuávamos sem ferramentas para enfrentar o vírus. Na terceira parte da série, na qual estamos plenamente imersos, dispomos já de instrumentos efetivos para lutar contra o vírus. Estamos a recuperar rapidamente grande parte da vida que fazíamos há um ano e meio e isto tem o seu reflexo na atividade social e também na atividade económica.

Os dados macroeconómicos que conhecemos durante o verão assim o refletem. Em geral, estes dados foram positivos e confirmam que a atividade a nível global está rapidamente a recuperar. Nos EUA, tal como era de esperar, o PIB situa-se já acima dos níveis anteriores à COVID. O PIB cresceu 1,6% em cadeia no 2T e os últimos dados mostram que a economia se mantém dinâmica no 3T apesar do desgaste que a subida de casos de COVID-19 está a ter. Neste sentido, preocupa-nos que o ritmo de vacinação da população se tenha atrasado nos últimos meses. A percentagem de população imunizada situa-se em 52%, longe dos 60% da Alemanha e da França, ou dos 78% de Portugal.

A dinâmica da economia chinesa é também positiva. O PIB cresceu 1,3% em cadeia no 2T, ligeiramente acima do esperado. Os últimos indicadores desaceleraram ligeiramente, mas isto é coerente com uma economia que já se encontra numa fase mais madura da recuperação e que tem vindo a reduzir os estímulos. Podemos excluir leituras alarmistas que interpretam os últimos dados como uma alteração de tendência.

A surpresa mais destacada do verão situou-se no Velho Continente. O PIB da Zona Euro avançou uns extraordinários 2,0% no 2T, superando as previsões que tinham sido traçadas e situa-se já «apenas» 3,0% abaixo dos níveis anteriores à pandemia. A reativação económica foi generalizada nos principais países graças ao alívio das restrições à mobilidade e à atividade e à rápida vacinação da população. Além disso, os dados de mais alta frequência sugerem que este dinamismo se mantenha no 3T.

A economia portuguesa afirmou-se também de forma positiva. O PIB aumentou 4,9% em cadeia no 2T, mais que compensando a queda registada nos primeiros três meses

do ano, em reação a um alívio das restrições mais fortes ocorridas no primeiro trimestre do ano associadas ao agravamento da pandemia. Os consumos - privado e público - já superaram ligeiramente os níveis de finais de 2019. O país tem vindo a destacar-se muito positivamente no processo de vacinação e isto faz abrir boas perspetivas para a confiança dos agentes e para o setor do turismo, sendo de esperar que no 3T 2021 este concorra também para uma recuperação mais sólida da economia. A este propósito refira-se que o número de turistas em julho foi já cerca de 60% acima do mesmo mês de 2020.

Se não ocorrerem novas mutações do vírus que reduzam a efetividade das vacinas, um risco que nos acompanhará durante algum tempo, a reativação económica global ficará consolidada nos próximos trimestres e encerraremos provavelmente 2021 e 2022 com taxas de crescimento elevadas. O facto delas serem mais ou menos elevadas acabará por depender, sobretudo, de dois fatores. Por um lado, a falta de fornecimentos em vários setores fundamentais. Se isto persistir mais que o previsto, para além de representar um travão para a recuperação, fará com que a inflação se mantenha em níveis elevados durante mais tempo, podendo os principais bancos centrais verem-se obrigados a adiantar o processo de normalização monetária. Por enquanto, tudo sugere para que, tanto a Fed como o BCE comecem a reduzir o volume de compras líquidas de ativos durante o último trimestre deste ano, mas continuamos a esperar que as condições financeiras continuem a ser muito acomodáticas durante um longo período de tempo.

O segundo elemento que é necessário seguir de perto nos próximos trimestres é o investimento. Ao contrário do ciclo de expansão anterior, no qual este apresentou uma evolução muito pobre, o cenário macroeconómico com o qual as principais casas de *research* trabalham contempla um ritmo de avanço vigoroso do investimento, que deverá ser incentivado pelos planos de estímulo fiscal, pelas exigências resultantes da luta contra as alterações climáticas e pela aceleração da digitalização após a pandemia. Se esta dinâmica do investimento se confirmar, para além de impulsionar a recuperação a curto prazo, fará com que o crescimento a médio e longo prazo seja mais sustentável. Confiamos que se confirmem as hipóteses de trabalho sobre as quais o cenário macroeconómico se sustenta e que esta seja a terceira e última temporada da série COVID-19.

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	0,20	0,40
Libor 12 meses	3,86	1,26	3,08	1,97	0,34	0,35	0,70
Dívida pública 2 anos	3,70	0,80	2,68	1,63	0,13	0,25	0,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,58	2,83	1,86	0,93	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	-0,48	-0,48
Euribor 1 mês	3,18	0,67	-0,37	-0,45	-0,56	-0,50	-0,47
Euribor 3 meses	3,24	0,85	-0,31	-0,40	-0,54	-0,52	-0,46
Euribor 6 meses	3,29	1,00	-0,24	-0,34	-0,52	-0,49	-0,40
Euribor 12 meses	3,40	1,19	-0,13	-0,26	-0,50	-0,46	-0,34
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,55	-0,60	-0,63	-0,73	-0,65	-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	-0,30	-0,04
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	-0,16	0,14
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,35	0,60
Prémio de risco	11	178	117	71	62	60	60
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	-0,45	-0,06
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	-0,25	0,20
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,35	0,65
Prémio de risco	19	353	147	67	60	60	65
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,17	1,19
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	0,71
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	68,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	58,1	52,9

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	5,4	4,2
Estados Unidos	2,7	1,5	2,9	2,3	-3,4	6,5	4,3
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,3	-6,7	4,7	4,9
Alemanha	1,6	1,3	1,3	0,6	-5,1	3,3	4,5
França	2,2	0,8	1,8	1,8	-8,0	5,5	4,3
Itália	1,5	-0,5	0,8	0,3	-8,9	4,6	4,6
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	4,0	5,1
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,3	6,0
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	6,0
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	4,0	3,3
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,7	2,5	1,7
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	4,1	2,3
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	2,0	1,5
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,6	1,7
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	2,0	1,5
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	1,6	1,4
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	2,4	1,7
Japão	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,0	0,6
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,9	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	1,1	1,5
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	3,1	4,3
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,6	0,7	0,4	3,2	0,4
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-2,0	6,2	5,4	-1,8	7,4	7,9
Bens de equipamento	6,2	2,0	9,2	4,3	-6,1	17,4	8,4
Construção	-1,9	-4,4	4,7	7,2	4,7	5,4	5,9
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,5	3,1	2,8	-4,6	4,2	4,5
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,2	4,0	-18,7	9,4	8,0
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,0	4,7	-12,0	9,6	5,9
Produto interno bruto	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	4,0	5,1
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,0	2,8	1,2	-1,9	2,0	1,2
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,3	7,2	6,6	7,0	7,0	6,9
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	-0,9	-0,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,6	1,2	0,1	1,0	1,8
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-5,7	-4,8	-3,0

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	9,6	4,6
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	2,6	2,3	3,8	2,5	1,0
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,8	6,1	2,7	-11,4	4,8	10,4
Bens de equipamento	4,9	-0,5	5,4	4,4	-13,0	11,7	9,0
Construção	5,7	-5,2	9,3	1,6	-14,0	-0,5	11,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,7	3,0	1,4	-8,8	6,8	4,9
Exportação de bens e serviços	4,7	3,1	2,3	2,3	-20,2	8,4	10,0
Importação de bens e serviços	7,0	-0,3	4,2	0,7	-15,8	10,3	6,7
Produto interno bruto	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,3	6,0
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,0	2,6	2,3	-7,5	5,5	3,8
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,5	15,3	14,1	15,5	15,1	14,0
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	2,4	1,7
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	1,2	2,4	5,1	-0,5	0,2
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	0,9	1,7	1,8
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,7	-2,5	-2,9	-11,0	-7,9	-5,4

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

Previsões

Um verão sem sobressaltos

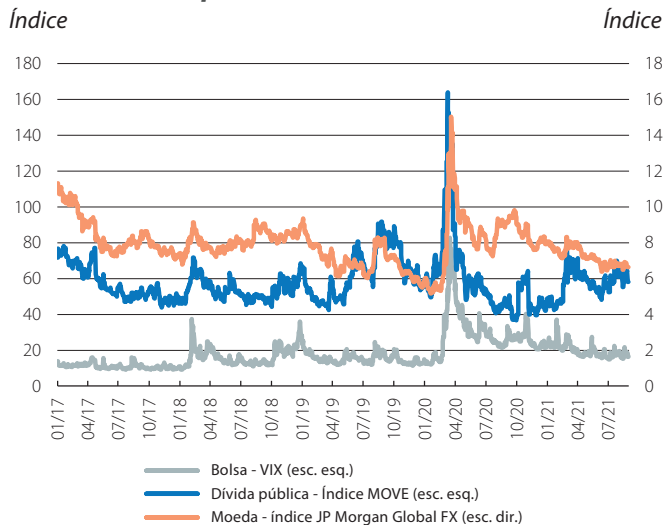
Os investidores procuram orientação nos bancos centrais.

Mercê de uma reativação económica mais generalizada e sustentada, o verão decorreu com uma calma razoável nos mercados financeiros. O verde prevaleceu nas bolsas de valores, as taxas de juro e os prémios de risco mantiveram-se em níveis acomodatórios tendo havido, de uma forma geral, pouca volatilidade. Esta calma foi sustentada numa melhoria dos indicadores e das perspetivas económicas, as quais o avanço rápido da vacinação tornou mais resilientes relativamente à pandemia. Ao mesmo tempo estas dinâmicas positivas lançaram as bases para que a Reserva Federal dos EUA (Fed) se preparasse para retirar os estímulos monetários, sendo aí onde se centram todas as atenções no regresso das férias. Ainda não são conhecidos os detalhes de como e quando isso acontecerá mas, face à perspetiva de que a Fed tomará a iniciativa antes do fim do ano, os mercados financeiros internacionais começaram já a ajustar-se ao longo do verão. Em geral, o ajustamento foi ordenado, pois a Fed prometeu que ele será previsível e retirará o estímulo de uma forma gradual. Contudo, as moedas emergentes não puderam evitar sofrer alguma fragilidade face ao dólar, enquanto os seus mercados bolsistas sofreram maiores turbulências, especialmente na Ásia, onde foram arrastados pela maior restritividade reguladora da China sobre o setor tecnológico.

As bolsas, entre a reativação económica e a retirada de estímulos. Os ganhos predominaram nas bolsas de valores das principais economias avançadas entre julho e agosto e, com alguma exceção, os índices de referência já se situam confortavelmente acima dos níveis anteriores à pandemia. Estes ganhos sustentaram-se na reativação económica e na melhoria dos resultados empresariais: mais de 80% e 60% das empresas do S&P 500 e do Stoxx Europe 600, respetivamente, obtiveram melhores resultados que o previsto pelos analistas no 2T 2021 e, para os próximos trimestres, as expectativas de lucros continuam a melhorar. Tudo isto ainda ocorre num ambiente de condições financeiras acomodatórias, sendo de destacar que, além de alguma sessão pontual com maior volatilidade, os sinais de restritividade monetária não pesaram nas cotações bolsistas no verão, tendo os lucros sido generalizados entre setores.

A inflação, um risco que não perturbou os investidores no verão. Quando a inflação norte-americana começou a aumentar na primavera, as taxas de juro aumentaram significativamente (entre fevereiro e abril a rentabilidade do *treasury* a 10 anos aumentou mais de 60 p.b.), refletindo o risco que isto apresenta para a tranquilidade dos mercados. No entanto, desde então os ânimos acalmaram e, segundo as últimas cotações, os investidores parecem partilhar a visão dos bancos centrais e dos analistas segundo a qual as pressões dos preços serão transitórias. Por exemplo, no encerramento de agosto, os *swaps* de inflação sugeriam maiores pressões a curto prazo (cerca de 3% no prazo de um e dois anos), enquanto a longo prazo as expectativas se têm vindo a suavizar até aos 2%. A história é diferente na Europa, onde as expectativas de inflação não registam riscos de sobreaquecimento, mantendo-se há anos abaixo dos objetivos do BCE. No entanto, nos últimos meses recuperaram algo por intermédio da reativação económica e das mensagens do BCE nas quais o banco central se mostrava mais tolerante com a inflação.

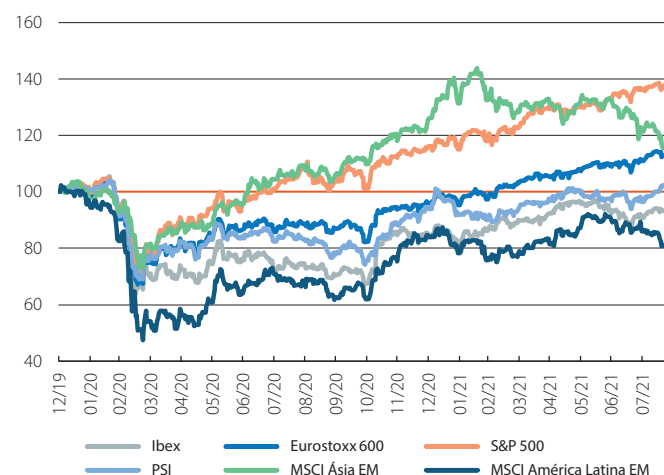
Volatilidade implícita nos mercados



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

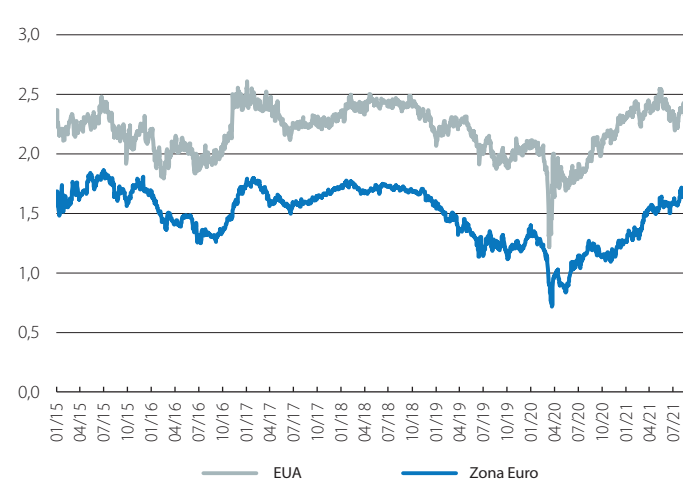
Bolsas internacionais

Índice (100 = dezembro 2019)



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

Expectativas de inflação a 5 anos, em 5 anos *



Nota: * Segundo os swaps de inflação.

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

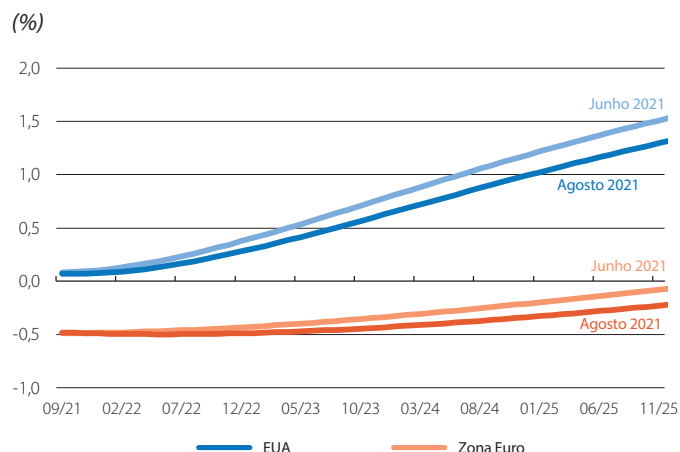
O BCE revê a sua estratégia e afasta aumentos das taxas de juro.

Em julho passado finalizou a revisão estratégica iniciada em janeiro de 2020 e embora as novidades tenham sido mais substanciais que na anterior revisão de 2003, pressupõem mais uma evolução que uma revolução na estratégia do BCE. Em primeiro lugar, o BCE fixou a sua meta de inflação nuns simples 2%, uma fórmula mais simples e simétrica que o anterior «inferior mas perto dos 2%». Em segundo lugar, o BCE confirmou que as medidas não convencionais (como as compras de ativos) continuarão a fazer parte da sua caixa de ferramentas e sugeriu que, se um dia se encontrar numa conjuntura que exija medidas agressivas de estímulo, está disposto a tomá-las e a tolerar que provoquem subidas de inflação acima dos 2%, sempre que sejam moderadas e temporárias. Além disso, o BCE anunciou o desejo de integrar considerações climáticas na tomada de decisões (como o teste de stress, a avaliação do colateral ou as compras de ativos). Para isso, preparou um roteiro até ao ano de 2024. No entanto, a revisão estratégica teve já consequências materiais em julho. É que, com a nova estratégia, o BCE restringiu mais as condições para efetuar um aumento de taxas de juro: (i) as previsões de inflação devem situar-se em 2% a médio e a longo prazo e (ii) a recuperação da inflação para 2% deverá ser confirmada nos próprios dados e indicadores de inflação subjacente. Esta alteração reforça a expectativa de um longo período de baixas taxas de juro na Europa, o que se refletiu nas taxas do mercado, muito contidas ao longo do verão.

A Fed prepara a redução das compras de ativos. Após comprar elevados volumes de obrigações soberanas e MBS desde o eclodir da pandemia, a melhoria das perspetivas económicas e os fortes dados de inflação e mercado do trabalho nos EUA fizeram com que, nos últimos meses, comece a ser preparada a retirada dos estímulos. Em julho, o banco central debateu pela primeira vez a estratégia para reduzir as compras líquidas de ativos (o denominado *tapering*) e, embora não tenha assumido qualquer decisão, a maior parte dos membros da Fed consideraram adequado começá-lo em 2021. Além disso, ao longo do verão vários presidentes regionais, como Robert Kaplan (Fed de Dallas) ou James Bullard (St. Louis), declararam publicamente o seu desejo de anunciarem rapidamente a redução das compras de ativos. Neste contexto, no final de agosto a atenção centrou-se nas palavras do presidente da Fed no habitual simpósio de Jackson Hole. Nele, Jerome Powell reforçou a intenção de anunciar o *tapering* antes de terminar o ano, mas reduziu as expectativas de que a decisão seja iminente (ou seja, na reunião de setembro), encontrando um equilíbrio entre a solidez dos dados económicos e a sombra com a qual a pandemia ameaça a economia.

As moedas emergentes cedem terreno face ao dólar. A retirada do estímulo monetário nos EUA costuma desviar alguns olhares para as economias emergentes e, no decorrer do Verão, as suas moedas não puderam evitar alguma desvalorização face ao dólar. Contudo, muitos países emergentes entraram na crise da COVID-19 com quadros macroeconómicos mais equilibrados que no passado e, além disso, vários bancos centrais começaram a construir reservas subindo as taxas de juro (principalmente na Europa emergente, com a Hungria, República Checa e Rússia; e a América Latina, com o Brasil e o México).

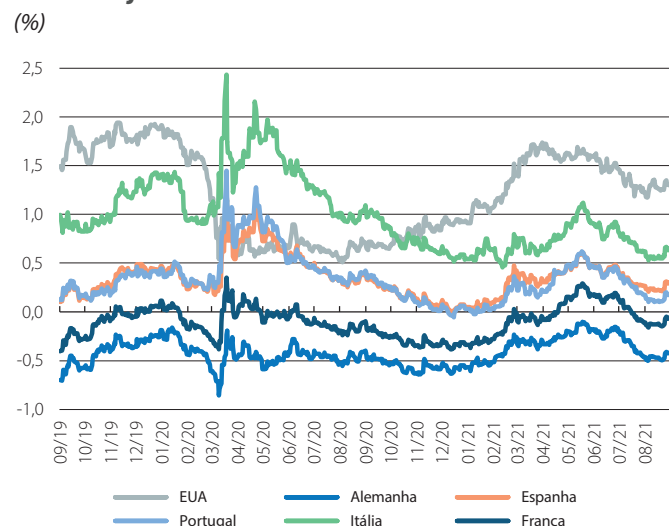
Expetativas sobre as taxas de juro de referência da Fed e do BCE *



Nota: * Forwards sobre o EFFR e a taxa de juro OIS da Zona Euro resultantes do modelo de NSS a partir de curvas de juro de mercado.

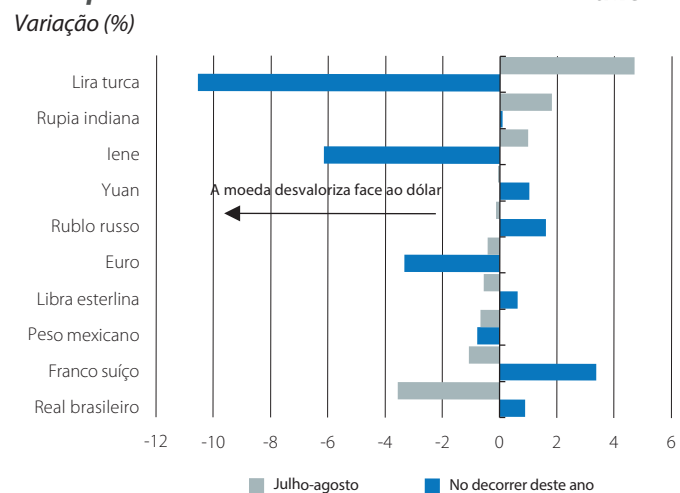
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

Principais moedas face ao dólar norte-americano



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

Provocará a inflação novas turbulências nos mercados financeiros?

Um dos principais temas de discussão nesta fase de recuperação económica está a ser, sem dúvida, a inflação. Em 2021 atingiu níveis que não eram registados desde 2008 nos EUA e é provável que na Zona Euro se situe em níveis não observados desde 2012, o que alimentou os riscos de pressões inflacionistas. De facto, os dados mais recentes da inflação surpreenderam significativamente pelo seu aumento, especialmente nos EUA. Neste contexto, questionamos até que ponto estas surpresas tiveram um impacto significativo nos mercados financeiros.

A relação histórica entre as surpresas da inflação e os mercados financeiros

Historicamente, as surpresas da inflação estão relacionadas com movimentos significativos nos mercados financeiros. O principal canal através do qual isto ocorre são as expectativas de inflação. Uma forma de ilustrar esta relação é observando o que acontece com os *swaps* de inflação nos dias em que é publicado o dado de inflação nos EUA e na Alemanha¹. No segundo gráfico podemos observar a sensibilidade deste produto financeiro à diferença entre o dado publicado e o que o consenso esperava, neste caso da Bloomberg, e vemos que a relação é positiva ao longo do período analisado. Por exemplo, no caso do *swap* norte-americano um coeficiente de 20 indica que uma surpresa na taxa de inflação de 1 p.p. tende a aumentar o *swap* de inflação para 2 anos (que se pode entender como a inflação esperada em média durante os próximos dois anos) em 20 p.b.

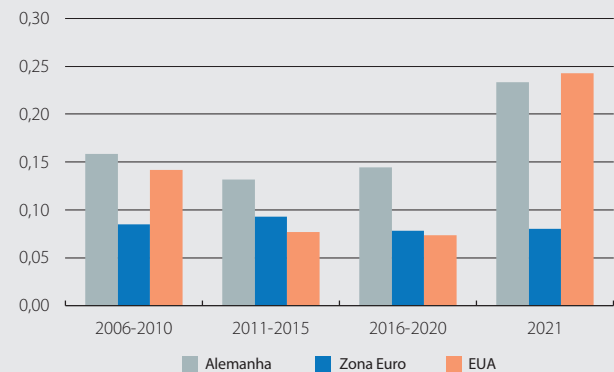
Outros ativos financeiros sensíveis às surpresas de inflação são as obrigações soberanas, pois esperaríamos que as suas rentabilidades aumentassem com surpresas com a subida da inflação, antecipando uma resposta mais agressiva da política monetária ou porque passam a refletir uma maior inflação esperada. No entanto, se fizermos um exercício idêntico ao anterior, mas desta vez utilizando as taxas de juro da dívida soberana a 10 anos da Alemanha e dos EUA, observamos como ao longo do período analisado a relação não é tão sólida como no caso dos *swaps*. Ainda assim, a sensibilidade nos últimos anos foi positiva.

Por último, o nosso exercício não encontra uma relação significativa entre as surpresas da inflação e os índices bolsistas DAX alemão e S&P 500 (pelo menos no dia da sua publicação). Este resultado poderá dever-se a que as surpresas de aumento ou descida da inflação possam afe-

1. Utilizaremos os *swaps* associados à inflação a 2 anos. Para os *swaps* da inflação de 5 anos em 5 anos os resultados são muito semelhantes. O dado preliminar da inflação da Alemanha é publicado alguns dias antes do dado da Zona Euro e antecipa os movimentos observados nos mercados financeiros europeus.

Surpresas da inflação

(p.p.)



Nota: Valor absoluto da diferença entre o dado publicado (flash para o caso da Zona Euro e da Alemanha) e o que espera o consenso da Bloomberg.

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

EUA e Zona Euro: sensibilidade das expectativas de inflação às surpresas da inflação

Coefficiente de sensibilidade



Nota: Estimamos a equação $\Delta \text{Swap}2Y_t = \beta (\pi_t^e - \pi_t) + \varepsilon_t$, onde $\Delta \text{Swap}2Y_t$ é a variação do *swap* de inflação a 2 anos dos EUA e da Zona Euro no dia em que é publicado o dado de inflação dos EUA e da Alemanha, respetivamente, π_t a inflação observada nos EUA e na Alemanha, π_t^e a expectativa do consenso para o dado de inflação em questão e ε_t é um termo de erro. Estimamos a regressão com os dados dos 30 meses anteriores a t e mostramos o valor de β (coeficiente de sensibilidade) ao longo do tempo.

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

tar positiva ou negativamente a Bolsa em função da situação económica do momento². Por exemplo, uma surpresa de aumento da inflação num contexto de recuperação económica poderia ser interpretada pelos mercados como positiva ao representar um maior dinamismo da atividade económica que se repercute em maiores dividendos das empresas. No entanto, num momento do ciclo mais oscilante, poderá criar receios de sobreaquecimento, o que tornará menos atraente o investimento em rendimento variável³.

2. Ver Knif, J. et al. (2008). «Stock market reaction to good and bad inflation news». *Journal of Financial Research*, 31 (2), 141-166.

3. Ver «A possível subida das rentabilidades a longo prazo é um risco para o mercado de ações?» na IM07/2021.

Como foi esta relação em 2021?

Este ano, se observarmos as oscilações financeiras que ocorreram nos dias de publicação de dados de inflação da Europa e dos EUA, com surpresas de aumento significativas, vemos que elas foram relativamente moderadas. Para isso contribuiu a comunicação dos principais bancos centrais, do BCE e da Reserva Federal dos EUA.

No caso da Zona Euro, ficou evidente já desde o mês de janeiro que a inflação se situaria em níveis elevados por motivos temporários (efeitos de base, especialmente da componente energética e os estrangulamentos na oferta), e o BCE já advertiu que não alteraria por isso o rumo da política monetária.

Nos EUA, por seu lado, a história tem algumas nuances. Embora se esperasse que a inflação em 2021 fosse mais elevada que na Zona Euro, os níveis que, quer a inflação geral quer a subjacente estão a atingir (acima dos 5% e dos 4%, respetivamente) avivaram os receios de um sobreaquecimento da economia, especialmente visto que nos EUA o nível de atividade superou já o nível anterior à pandemia. Nalguns períodos do ano os ativos financeiros começaram a refletir este cenário (por exemplo, entre janeiro e março a taxa de juro da dívida soberana a 10 anos subiu mais de 80 p.b., tendo alcançado os 1,75%). No entanto, esta sensibilidade dos mercados ao risco de sobreaquecimento foi moderando ao longo do 2T e na atualidade as cotações sugerem um cenário no qual a subida da inflação acaba por ser transitória. Assim, ao longo do ano, os investidores foram alterando a sua resposta às surpresas de inflação. Enquanto os mercados se mostraram sensíveis perante os primeiros dados que refletiam uma recuperação da inflação, esta sensibilidade foi moderando nos meses seguintes e os investidores convergiram com a visão da Fed, que entende a subida dos preços como transitória. Esta alteração é ilustrada no último gráfico, pois vemos a variação diária da taxa de juro do *treasury* a 10 anos durante as três publicações do dado de inflação do 2T, nas quais a surpresa de aumento da inflação foi de 0,6, 0,3 e 0,5 p.p., respetivamente. Como é possível observar, no momento da publicação do dado de inflação, a taxa de juro fletiu para cima, tal como seria de esperar. No entanto, enquanto em maio a surpresa deu lugar a uma subida das taxas de juro que ganhou intensidade ao longo da sessão, nos meses de junho e julho o movimento inicial desfez-se rapidamente.

Até agora, em 2021, a inflação nos EUA e na Zona Euro tem-se situado em níveis invulgarmente elevados. No entanto, vimos que a sensibilidade dos ativos financeiros a estas surpresas da inflação não foi excecional, especialmente quando se consolidou entre os investidores a ideia de que a subida de preços se devia, em grande parte, a elementos transitórios. Nos próximos trimestres

EUA e Alemanha: sensibilidade da taxa de juro da dívida soberana a 10 anos às surpresas da inflação

Coefficiente de sensibilidade

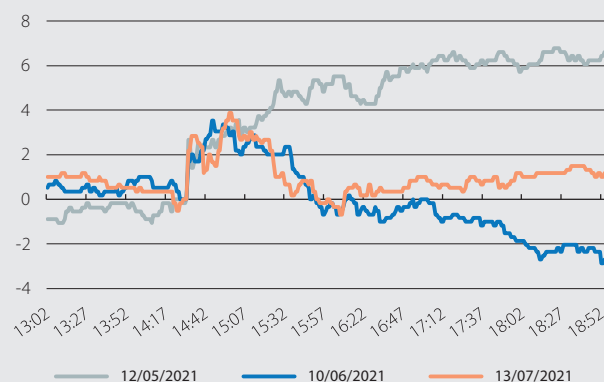


Nota: Estimamos a equação $\Delta i_t = \beta (\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$, onde Δi_t é a variação diária da taxa de juro da dívida soberana a 10 anos dos EUA e da Alemanha no dia em que são publicadas as suas respectivas inflações, π_t a inflação observada nos EUA e na Alemanha, π_t^e a expectativa do consenso para o dado de inflação em questão e ε_t é um termo de erro. Estimamos a regressão com os dados dos 30 meses anteriores a t e mostramos o valor de β (coeficiente de sensibilidade) ao longo do tempo.

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

Taxas de juro do treasury a 10 anos nos dias de publicação do dado de inflação

(0 = nível às 14:30 h. em p. b.)



Nota: O dado de inflação é publicado às 14:30, hora espanhola.

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

veremos se efetivamente temos razão e a inflação regressa a níveis mais contidos ou se, pelo contrário, as pressões inflacionistas acabam por ser persistentes e se a sensibilidade dos mercados financeiros desperta com maior intensidade.

Taxas de juro (%)

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2021 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,55	-0,54	-1	-0,3	-7,0
Euribor 12 meses	-0,50	-0,48	-2	-0,2	-12,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,66	-0,62	-4	4,8	-10,6
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,71	-0,66	-5	-1,3	-3,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,38	-0,21	-18	18,6	3,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,34	0,41	-7	29,1	-6,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,21	0,39	-18	18,1	-20,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,12	0,15	-3	-11,9	-13,1
Libor 12 meses	0,24	0,25	-1	-10,7	-19,8
Dívida pública a 1 ano	0,06	0,07	0	-4,1	-5,3
Dívida pública a 2 anos	0,21	0,25	-4	8,8	7,8
Dívida pública a 10 anos	1,31	1,47	-16	39,6	64,0

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2021 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	45	47	-2	-2,8	-7,0
Itraxx Financeiro Sénior	52	55	-2	-7,0	-6,3
Itraxx Financeiro Subordinado	100	103	-3	-10,7	-24,7

Taxas de câmbio

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2021 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,181	1,186	-0,4	-3,3	-0,9
EUR/JPY (ienes por euro)	129,920	131,750	-1,4	3,0	2,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,857	0,2	-3,9	-3,5
USD/JPY (ienes por dólar)	110,020	111,110	-1,0	6,6	3,8

Matérias-primas

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2021 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	559,6	556,0	0,7	26,1	42,0
Brent (\$/barrel)	73,0	75,1	-2,8	40,9	60,1
Ouro (\$/onça)	1.813,6	1.770,1	2,5	-4,5	-7,9

Rendimento variável

	31-agosto	30-junho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2021 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.522,7	4.297,5	5,2	20,4	28,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.196,4	4.064,3	3,3	18,1	28,0
Ibex 35 (Espanha)	8.846,6	8.821,2	0,3	9,6	27,2
PSI 20 (Portugal)	5.417,1	5.035,0	7,6	10,6	25,8
Nikkei 225 (Japão)	28.089,5	28.791,5	-2,4	2,4	21,4
MSCI emergentes	1.308,7	1.374,6	-4,8	1,3	16,8

Economia internacional: a «normalização» segue por regiões

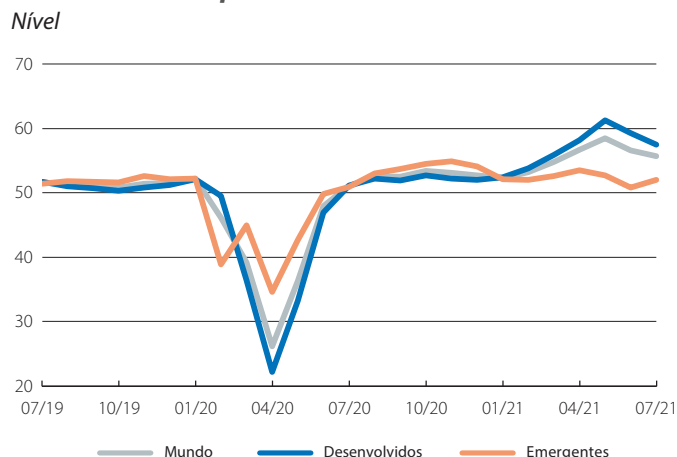
Uma recuperação desigual em andamento. No regresso das férias a visão sobre as perspectivas macroeconómicas globais clarificou-se, ao dispormos quer dos dados de crescimento do 2T quer de indicadores de atividade que já englobam agosto. Se tivéssemos que resumir num conceito o que está a acontecer, o substantivo a utilizar seria «normalização». Ou seja, o que estamos a assistir é a um movimento progressivo para zonas do ciclo económico paulatinamente menos afetadas pela COVID-19 em muitas economias. Menos afetadas não significa de forma alguma sem impacto (os resquícios da variante Delta estão ainda entre nós), como também não implica que a posição para a ansiada «normalização» seja a mesma para todos os países. Em termos gerais, a China e, à distância, os EUA estão avançados neste processo e por isso há que entender os últimos dados de menor ritmo de atividade neste contexto (embora certamente também afetados em parte pelos mencionados resquícios da variante Delta e pelas correspondentes restrições). Por seu turno, noutras economias em particular na Europa, estamos em fases mais atrasadas da recuperação e, portanto, mais iniciais desta «normalização».

A caminho de um 2022 menos atípico. As tendências anteriores deverão continuar e, com a progressão da vacinação através e na ausência de novas variantes da pandemia que escapem ao efeito das vacinas, o que se espera é que transitem para 2022 com um ritmo de atividade mundial ainda historicamente elevado mas já não com as oscilações de 2020 e 2021. Neste sentido, as previsões mais recentes do FMI, idênticas às indicadas pela média dos analistas, sugerem um crescimento mundial ligeiramente inferior a 5% em 2022 (6,0% previsto para 2021), com os países avançados em cerca de 4,5% e os países emergentes acima dos 5%. Também se espera que as disrupções da oferta, em particular as disrupções nas cadeias globais de abastecimento, que estão a pressionar fortemente a inflação em praticamente todas as economias, comecem a desvanecer e se confirme que o choque de preços possui o carácter temporário previsto pelos bancos centrais e pelos analistas macroeconómicos.

ESTADOS UNIDOS

A atividade dos EUA situa-se já acima dos níveis anteriores à COVID. A forma talvez mais sintética de avaliar a transição para a «normalização» da atividade é a distância relativamente ao nível do PIB antes da pandemia. Neste sentido, e após crescer 1,6% em cadeia no 2T, a primeira grande economia avançada que alcançou este marco foi a norte-americana. Embora a taxa de crescimento tenha sido ligeiramente menor que o previsto, ela é robusta e reflete com clareza os efeitos do pacote fiscal aprovado em meados de março (1,9 biliões de dólares) e a rea-

Mundo: PMI composto



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

Previsões de crescimento do FMI

Julho de 2021

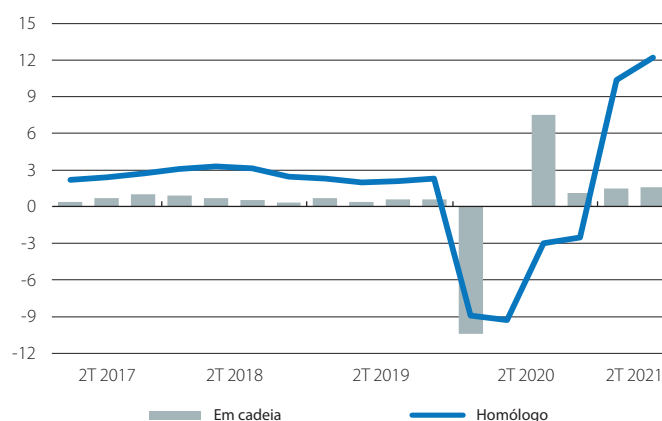
	2020	2021	2022	Acumulado 2020-2022
Economia mundial	-3,3	6,0 =	4,9 ↑	7,6
Economias avançadas	-4,7	5,6 ↑	4,4 ↑	5,1
EUA	-3,5	7,0 ↑	4,9 ↑	8,3
Zona Euro	-6,7	4,6 ↑	4,3 ↑	1,8
Alemanha	-5,1	3,6 =	4,1 ↑	2,3
França	-8,2	5,8 =	4,2 =	1,2
Itália	-8,9	4,9 ↑	4,2 ↑	-0,5
Japão	-4,7	2,8 ↓	3,0 ↑	0,9
Reino Unido	-9,8	7,0 ↑	4,8 ↓	1,1
Economias emergentes e em desenvolvimento	-2,2	6,3 ↓	5,2 ↑	9,4
China	2,3	8,1 ↓	5,7 ↑	16,9
Índia	-7,3	9,5 ↓	8,5 ↑	10,1
Brasil	-4,1	5,3 ↑	1,9 ↓	2,9
México	-8,3	6,3 ↑	4,2 ↑	1,6
Rússia	-3	4,4 ↑	3,1 ↓	4,4

Notas: As setas (ascendentes ou descendentes) indicam se foi revista (para cima ou para baixo) relativamente às anteriores previsões do FMI. O crescimento da Índia é o crescimento do ano fiscal e não do ano natural, como nos restantes países.

Fonte: BPI Research, a partir das previsões de julho de 2021 do FMI.

EUA: PIB

Variação (%)



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

bertura da economia. A curto prazo, o segundo elemento vai continuar a ser crucial, enquanto é de esperar pouco impulso adicional a partir da política económica (tendo sempre em conta que o que está ativo nas dimensões fiscais e monetárias continua a ser excecionalmente alto).

Enquanto os planos fiscais se vão materializando, caminha-se para um novo período da política monetária. Como foi referido, no que se refere à política fiscal não se esperam alterações a curto prazo, embora numa perspetiva temporária mais ampla, a política fiscal permaneça bastante ativa. Em setembro, o Congresso aprovará um novo pacote de medidas destinadas a melhorar as infraestruturas clássicas do país. Embora a quantia movimentada seja pequena (equivale anualmente a 0,26% do PIB de 2020), trata-se do primeiro acordo sobre as propostas apresentadas pela Administração Biden na primavera (o *American Jobs Plan*, que visa as infraestruturas e o *American Family Plan*, que tem um enfoque social). No âmbito da política monetária, os fortes dados do mercado do trabalho (criação de 943.000 empregos em julho) e da inflação (5,4%) abrem a porta para que a Fed anuncie que começa a reduzir as compras líquidas de dívida (o *tapering*) antes de terminar o ano (ver a secção de Mercados Financeiros).

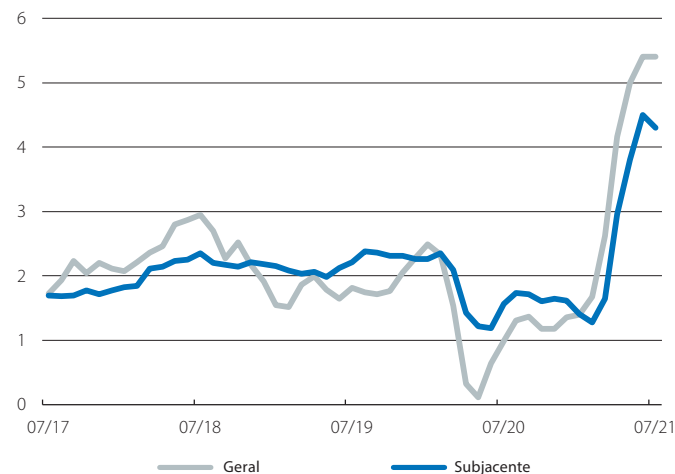
ZONA EURO

A progressiva reabertura e o dinamismo na vacinação impulsionam o crescimento da Zona Euro. O PIB do conjunto da região aumentou uns extraordinários 2,0% em cadeia e 13,7% em termos homólogos no 2T 2021 (ultrapassando as previsões). Isto situou o PIB da região em cerca de 3,0% abaixo do seu nível anterior à pandemia. Todos os grandes países se reativaram robustamente, sobretudo os países do sul: Alemanha (1,6% em cadeia vs. -2,0% no 1T), França (1,1% vs. 0%), Itália (2,7% vs. 0,2%) e Espanha (2,8% vs. -0,4%). Além disso, os inquéritos confirmam que este dinamismo da Zona Euro se mantém no início do 3T: o índice de sentimento da Comissão Europeia atingiu novos máximos históricos (119,0 vs. 117,9) em julho e o indicador PMI da Markit ratificou também o ritmo positivo da atividade até agosto.

Contudo, a incerteza continua a ser elevada. A expansão da variante Delta já provocou retrocessos na reabertura (como testemunha, por exemplo, o retrocesso do indicador IFO de agosto, da Alemanha). No entanto, os seus efeitos na atividade deverão ser muito menores que em anteriores vagas (devido à adaptação dos agentes e à forte penetração das vacinas, com cerca de 65% da população já vacinada). Como balanço, é provável que o crescimento na região esteja perto de atingir o pico, sendo que resta esperar uma certa «normalização» nos meses finais do ano para ritmos de crescimento mais moderados mas ainda elevados. Especificamente, estimamos um crescimento de 4,7% no total do ano de 2021 e de 4,9% em 2022. São números, além disso, que serão suportados pelos primeiros reembolsos do NGEU (os denominados desembolsos pré-

EUA: IPC

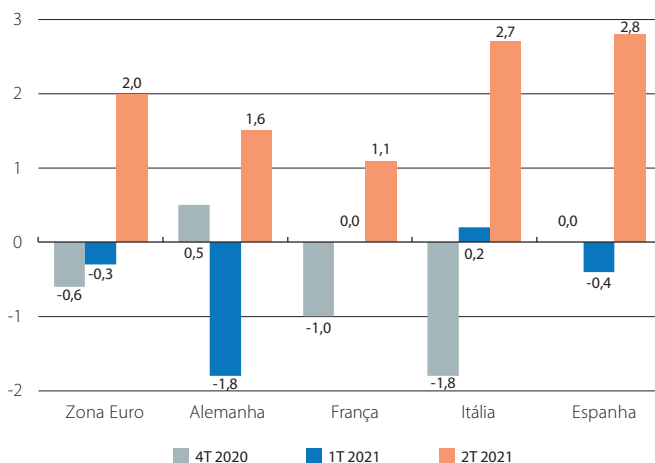
Variação homóloga (%)



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

Zona Euro: evolução do PIB

Variação em cadeia (%)



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

Zona Euro: IPC *

Variação homóloga (%)



Nota: * Os dados correspondem ao IHPC.

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

financiamento, que se cifram em 13% do NGEU e que já chegaram a França, Itália, Espanha e Portugal, entre outros países). Neste contexto, a inflação na Zona Euro aumentou fortemente (3,0% em agosto vs. 0,9% em janeiro). A inflação continuará volátil no que resta do ano. Contudo, o salto reflete fatores transitórios (efeitos de calendário, reajustamentos do IVA, petróleo) que se desvanecerão em 2022.

EMERGENTES

China, na zona madura da «normalização». No 2T o PIB cresceu uns significativos 7,9% homólogos (em cadeia o avanço foi de +1,3%). São números um pouco melhores que o previsto e que testemunham que a tendência de fundo da economia é de um crescimento sólido. Neste contexto, talvez tenha surpreendido que os indicadores mais recentes de atividade industrial, de sentimento económico e de exportações sugerem algum abrandamento neste 3T. No entanto, e em linha com o comentado no início, convém entendê-lo mais como um movimento coerente com a transição para taxas de crescimento mais comedidas (pontuado, isso sim, com pequenos choques episódicos da pandemia nalgumas zonas), que como uma alteração de tendência. Esta evolução globalmente positiva deixa uma vasta margem de manobra para aliviar os estímulos públicos, continuar com a «limpeza» das dívidas de baixa qualidade que, após o parêntese que ocorreu durante a pandemia, se reiniciou no 4T 2020, e avançar na modernização do quadro regulador das *big tech* (uma viragem que devemos reconhecer que foi recebida com dúvidas nos mercados).

Os restantes emergentes nos últimos lugares da «normalização». Ao contrário da China, outras economias emergentes de referência, embora progridam adequadamente, estão ainda longe de cobrir a lacuna do PIB que a pandemia abriu. Contudo, é de referir que os números do 2T foram bons. Especificamente, na Índia o PIB passou de crescer um mínimo 1,6% homólogo no 1T 2021 para 20,1% no 2T 2021, um número que, embora esteja afetado pelo efeito de base, reflete também um impacto final da variante Delta menor que o temido. Por sua vez, a Turquia, cujo PIB tinha aumentado 7,2% homólogo no 1T, registou um avanço de 21,7% no 2T. Tal como ocorreu no caso do país asiático, a recuperação turca foi suficientemente intensa para atenuar as restrições que foram impostas em parte do trimestre (confinamento de três semanas). Finalmente, o PIB do Brasil cresceu nesse 2T 12,4% homólogo, em clara melhoria face aos -1,0% do trimestre anterior. As perspetivas para os próximos trimestres são razoavelmente positivas para os três países, mas no caso do Brasil preocupa o aumento da confrontação institucional e no caso da Turquia, a inflação excessiva (18,9% em julho).

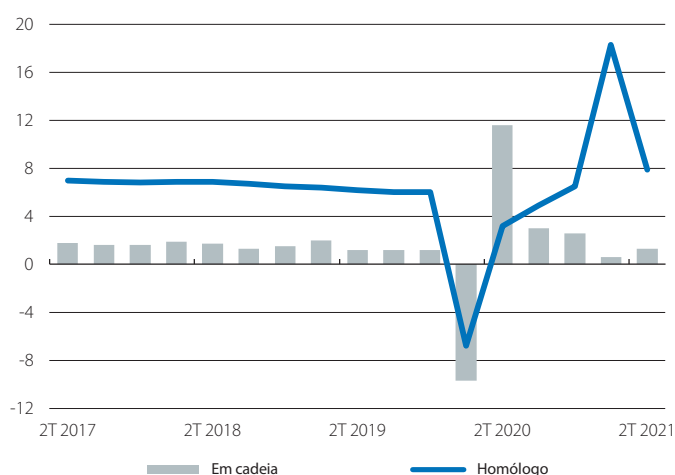
Alemanha: indicador IFO de atividade empresarial Índice (100 = 2015)



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

China: PIB

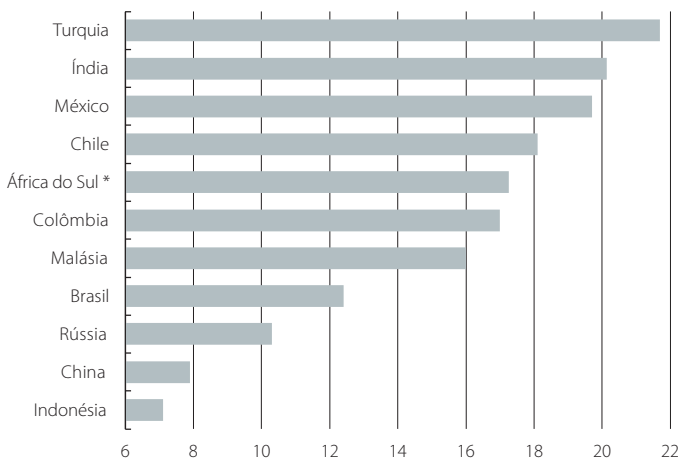
Variação (%)



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

Países emergentes: PIB do 2T 2021

Variação homóloga (%)



Nota: * Previsões.

Fonte: BPI Research, a partir dos institutos nacionais de estatística e de previsões próprias.

A subida dos preços das matérias-primas e o seu impacto na inflação

Após o choque da pandemia, num contexto de abundância de liquidez financeira e de uma política fiscal muito expansionista nos principais países desenvolvidos, a recuperação da economia mundial favoreceu a subida dos preços das matérias-primas. Nos dois primeiros trimestres do ano, a revalorização do índice geral de preços das *commodities* da Bloomberg superou os 20%, em grande medida graças ao avanço dos preços da energia (44,5%), seguidos pela menor, embora não por isso menos importante, subida dos bens agrícolas (20,5%) e dos metais industriais (17,6%).

Há alguns meses analisámos as forças por detrás do forte aumento dos preços das matérias-primas¹. As principais mensagens continuam em vigor: a ascensão deve-se a uma combinação de fatores de procura (reabertura económica, com a reativação especialmente forte da indústria), de oferta (diminuição dos inventários) e de elementos financeiros (aumento do apetite pelo risco e desvalorização do dólar). No contexto atual, onde a reativação económica coexiste com o aumento das pressões inflacionistas, perguntamos: de que forma os preços dos bens finais de consumo são afetados pelo encarecimento das matérias-primas? De que forma isto impacta nos países desenvolvidos e nos países emergentes?

Nas economias avançadas, os alimentos e a energia têm habitualmente um peso relativamente contido nos cabazes de consumo². No entanto, os movimentos dos preços da energia e dos alimentos são mais oscilantes do que nas restantes rubricas e, devido a esta volatilidade, costumam ser excluídos quando se querem medir as tendências de fundo nos preços destas economias. Pela mesma razão, estas oscilações não costumam influenciar decisivamente nas expectativas de inflação a médio prazo e foi isto que aconteceu nos últimos meses, em que a subida dessas expectativas foi modesta (ver o segundo gráfico)³. Para isso contribuiu também a credibilidade e a política de comunicação das autoridades monetárias de ambas as regiões, que favorecem a fixação das expectativas de inflação a médio prazo.

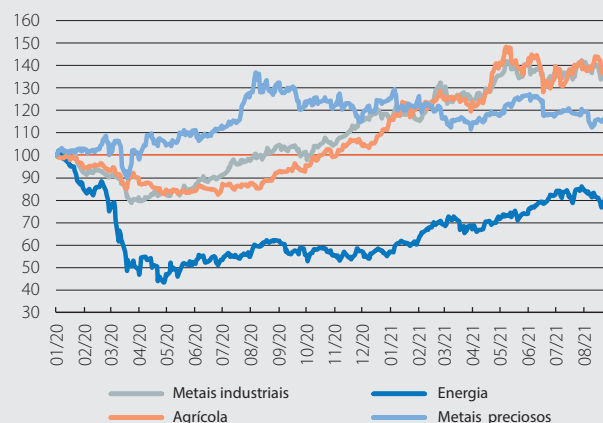
Além do impacto direto das matérias-primas nos cabazes de preços ao consumo, é também importante avaliar

1. Ver o Focus «Matérias-primas: o ressurgir de um mercado no meio da recessão global» na IM02/2021.

2. Por exemplo, no IPC dos EUA, a energia representa 7% do cabaz e a alimentação quase 15%. Na Zona Euro, os pesos são algo mais elevados (10% energia e 20% alimentação).

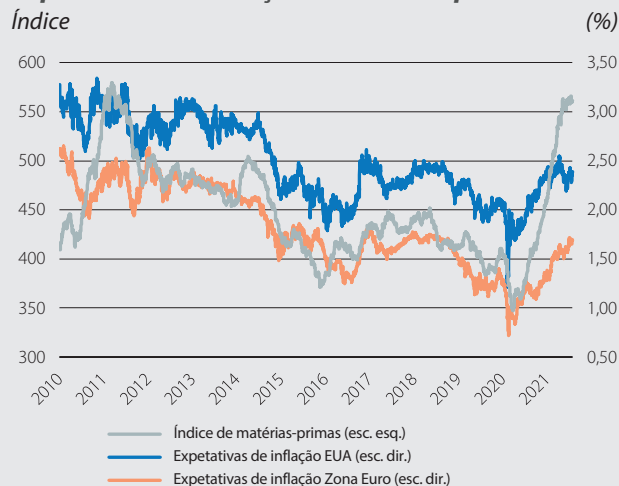
3. Além disso, boa parte da movimentação observada no gráfico deve-se a outros fatores. Por exemplo, desde meados de 2020 a reabertura económica favoreceu quer uma subida nos preços das matérias-primas como uma recuperação das expectativas de inflação.

Índice de preços das matérias-primas
(100 = Janeiro 2020)



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

Expectativas de inflação e matérias-primas
Índice



Nota: As expectativas de inflação estão representadas pelo forward de inflação a 5 anos em 5 anos.

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

os possíveis efeitos indiretos. Por exemplo, o petróleo não só faz aumentar o preço da gasolina que os consumidores pagam diretamente, mas eleva também os custos de produção das empresas, algo que acaba por se repercutir nos preços finais dos bens e serviços produzidos. Assim, é necessário ter em conta a contribuição do custo das matérias-primas sobre o valor acrescentado dos bens e serviços de consumo final. Nas economias desenvolvidas esta contribuição é reduzida, situando-se entre os 4% e os 8% (ver o terceiro gráfico), em parte pela prevalência do setor dos serviços nas suas estruturas económicas. Pelo contrário, no caso dos países emergentes, onde os seus modelos produtivos e de consumo são mais intensivos na utilização de produtos básicos, a situação é bem diferente e vemos que, por exemplo, a Ásia emergente

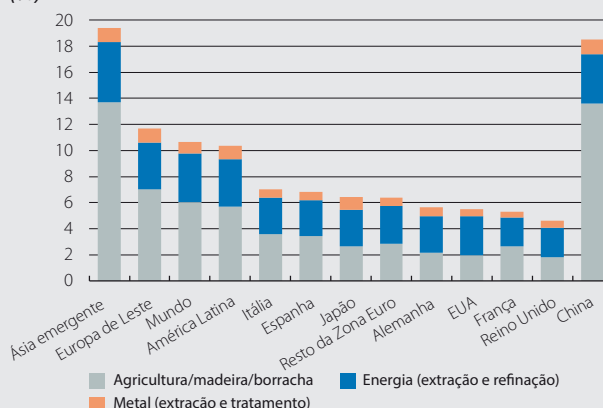
está mais exposta aos preços das *commodities* que a Zona Euro ou os EUA.

Além disso, dá-se também a particularidade de, nos países emergentes, a energia e a alimentação terem uma ponderação mais elevada nos cabazes de preços ao consumo que nas economias desenvolvidas. Especificamente, os alimentos representam mais de 25% no Brasil e na Turquia. Na Rússia chegam a representar 36% do total do cabaz e na Índia são quase 40%. Ou seja, os países emergentes costumam ser mais vulneráveis às subidas dos preços dos alimentos e, consequentemente, o encarecimento destes bens afeta mais diretamente a inflação geral do que nas economias desenvolvidas.

A subida dos preços dos bens agrícolas (principalmente do milho, trigo, soja e gado), que ocorreu durante o 2T deste ano, esteve associada a obstáculos da oferta de carácter transitório (como secas, pragas de insetos e doenças do gado), e evidenciou a sensibilidade de muitos dos países emergentes à inflação dos alimentos e aos riscos que poderão surgir perante um aumento sustentado dos preços. Por um lado, a subida da inflação e mais especificamente dos preços dos bens de primeira necessidade, pressupõe um duro revés no rendimento disponível dos consumidores de muitos destes países (já por si baixo), alimentando inclusivamente nalguns casos o risco de descontentamento social, como aconteceu na Primavera Árabe (2010-2012). Por outro, as autoridades monetárias destas economias não gozam da mesma credibilidade que a Fed ou o BCE entre os investidores, pelo que se podem ver mais facilmente forçadas a atuar.

A natureza dos desequilíbrios observados na oferta de várias destas matérias-primas responde a condições tran-

Contribuição das matérias-primas no valor acrescentado de bens e serviços de consumo final (%)



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

sitórias, pelo que o seu efeito se deverá desvanecer e, por si só, não deverá ser um argumento suficiente para uma viragem nas condições monetárias de muitos países emergentes. No entanto, desde o início do ano, um terço dos países emergentes apresenta taxas de inflação superiores às taxas previstas pelos seus bancos centrais (como é o caso da Turquia, Rússia, Brasil, México, Nigéria, Hungria e Polónia) estando, em muitos casos, adicionalmente elevadas pela debilidade da taxa de câmbio das suas moedas. É nestas circunstâncias que novos episódios de fortes subidas nos preços das matérias-primas, sobretudo nas agrícolas, podem desencadear, para além do aumento dos preços ao consumo, uma dinâmica de maior endurecimento das condições financeiras que de uma forma precipitada que deturpe a recuperação económica.

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

ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Atividade									
PIB real	2,3	-3,4	-2,9	-2,3	0,5	12,2	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,0	2,1	5,4	4,7	11,9	26,1	16,6	13,8	...
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	93,1	93,8	99,1	122,1	128,9	125,1	113,8
Produção industrial	-0,8	-7,2	-6,7	-4,3	-1,6	14,6	9,9	6,6	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	55,0	59,0	61,4	60,8	60,6	59,5	59,9
Habitações iniciadas (milhares)	1.295	1.396	1.440	1.575	1.599	1.586	1.650	1.534	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	229	239	249	262	267	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	8,8	6,8	6,2	5,9	5,9	5,4	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	56,1	57,4	57,6	58,0	58,0	58,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-3,2	-2,9	-3,2	-3,6	-3,7	-3,7	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	1,2	1,2	1,9	4,8	5,4	5,4	...
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,7	1,6	1,4	3,7	4,5	4,3	...

JAPÃO

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Atividade									
PIB real	0,0	-4,7	-5,5	-0,9	-1,3	7,6	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	30,5	33,0	33,3	35,4	37,4	37,5	36,7
Produção industrial	-2,7	-10,6	-12,7	-4,2	-1,5	19,9	23,0	13,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-27,0	-10,0	5,0	14,0	-	-	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	3,0	3,0	2,8	2,9	2,9	2,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,3	...	0,7	0,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,4	-0,3	...
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,1	-0,4	0,0	-0,9	-0,8	-0,6	...

CHINA

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Atividade									
PIB real	6,0	2,3	4,9	6,5	18,3	7,9	-	-	-
Vendas a retalho	8,1	-2,9	0,9	4,6	34,0	14,1	12,1	8,5	...
Produção industrial	5,8	3,4	5,8	7,1	24,6	9,0	8,3	6,4	...
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	51,2	51,8	51,3	51,0	50,9	50,4	50,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	527	444	525	623	611	611	607	...
Exportações	0,5	3,6	8,4	16,6	48,9	30,7	32,2	19,3	...
Importações	-2,7	-0,7	3,7	5,6	29,0	43,4	36,7	28,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	2,3	0,1	0,0	1,1	1,1	1,0	...
Taxa de juro de referência ³	4,2	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Renminbi por dólar	6,9	6,9	6,9	6,6	6,5	6,5	6,4	6,5	6,5

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Vendas a retalho (variação homóloga)	2,4	-0,9	2,5	1,6	2,5	12,3	5,0	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-1,3	-8,6	-6,9	-1,4	3,5	23,3	9,7	...	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-14,4	-15,6	-13,7	-5,5	-3,3	-4,4	-5,3
Sentimento económico	103,7	88,2	88,5	91,4	95,3	114,3	117,9	119,0	117,5
PMI indústrias	47,4	48,6	52,4	54,6	58,4	63,1	63,4	62,8	...
PMI serviços	52,7	42,5	51,1	45,0	46,9	54,7	58,3	59,8	...
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,2	-1,6	-2,1	-1,8	-1,9	...	-	-	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,6	7,9	8,5	8,2	8,1	8,0	7,8	7,6	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,2	3,9	4,1	4,1	3,9	3,7	3,7	3,6	...
França (% pop. ativa)	8,4	8,0	8,9	8,0	8,0	8,2	8,0	7,9	...
Itália (% pop. ativa)	10,0	9,3	10,0	9,8	10,1	9,8	9,4	9,3	...
PIB real (variação homóloga)	1,4	-6,5	-4,0	-4,6	-1,3	13,6	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	1,1	-4,9	-3,7	-2,9	-3,1	9,4	-	-	-
França (variação homóloga)	1,8	-8,0	-3,6	-4,3	1,5	18,7	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,3	-8,9	-5,2	-6,5	-0,7	17,3	-	-	-

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	06/21	07/21	08/21
Inflação geral	1,2	0,3	0,0	-0,3	1,1	1,8	1,9	2,2	3,0
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,6	0,2	1,2	0,9	0,9	0,7	1,6

Setor externo

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Balança corrente	2,5	2,3	2,2	2,3	2,7	2,8	2,9	...	...
Alemanha	7,4	7,0	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5	...	...
França	-0,3	-1,9	-1,5	-1,9	-1,7	-1,6	-1,4	...	...
Itália	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5	3,9	3,9	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	92,3	93,8	95,4	95,5	95,3	94,9	94,5	94,2	93,9

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	06/21	07/21	08/21
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,8	6,3	7,1	7,0	6,4	2,3	1,8	1,7	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,4	3,2	3,1	3,2	3,1	3,9	4,0	4,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	...
Depósitos									
Depósitos à vista	8,0	12,9	14,1	15,2	16,1	12,3	12,2	11,3	...
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	1,0	1,4	1,0	-0,6	-1,4	-1,8	...
Instrumentos negociáveis	-1,9	9,6	10,2	17,5	12,6	9,9	8,6	7,7	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	...

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

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

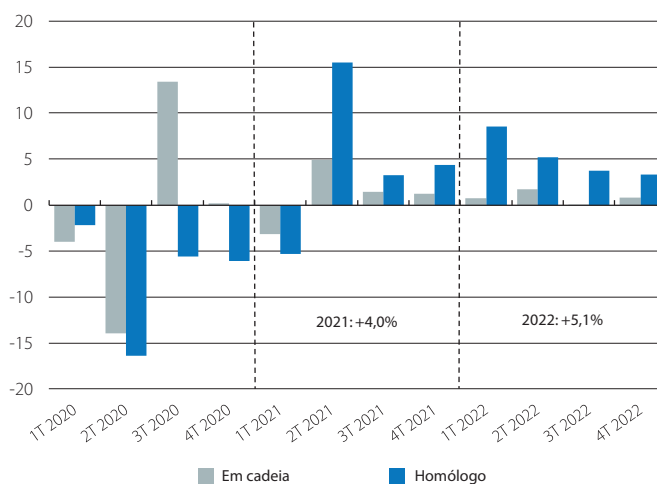
A economia portuguesa reage ao desconfinamento e aproxima-se dos níveis anteriores à pandemia

O regresso gradual à normalidade estimula a economia no 2T. Apesar da predominância da variante Delta, mais contagiosa, o número de novos contágios manteve-se controlado no 2T, o que, aliado aos progressos no processo de vacinação, permitiu continuar com a abertura progressiva da economia sem novos sobressaltos. Neste contexto, o PIB cresceu 4,9% em cadeia nesse 2T (15,5% homólogo), o que reduziu o fosso face aos níveis anteriores à pandemia (4,6% abaixo do nível de PIB de finais de 2019). A recuperação foi impulsionada pela procura interna, especialmente os consumos privado e público os quais, no seu conjunto, já superaram ligeiramente os níveis anteriores à pandemia. Por outro lado, o investimento caiu 2,1% em cadeia, um comportamento que, não obstante, retira o brilho a este agregado em contexto pandémico visto que, de facto, o investimento supera já em 2,3% os níveis de 2019. Finalmente, a contribuição menos negativa da procura externa contribuiu também para o crescimento no 2T, embora as exportações e as importações continuem muito abaixo do registado no final de 2019 (18,3% e 6,8%, respetivamente).

Os indicadores disponíveis confirmam que o comportamento positivo da economia se mantém no 3T. Assim, o indicador diário de atividade do Banco de Portugal sugere que a atividade económica cresceu cerca dos 4,0% homólogos até meados de agosto, enquanto o indicador coincidente para a atividade económica acelerou em julho até aos 2,8%. No mesmo mês, os pagamentos eletrónicos e os levantamentos de numerário nas caixas automáticas aumentaram até aos 86.000 milhões de euros, 3,6% mais que em julho de 2019, o que iguala o valor de dezembro de 2019. Por sua vez, registaram-se 9.961 partidas de aviões dos aeroportos portugueses, o que supera em muito o número médio de 6.100 partidas realizadas em julho e agosto de 2020. Esperamos que a economia continue a crescer nos próximos meses, embora de uma forma mais contida que no 2T, até colocar o crescimento no conjunto do ano em 4,0%, uma revisão em alta de 3 décimas relativamente à nossa previsão anterior.

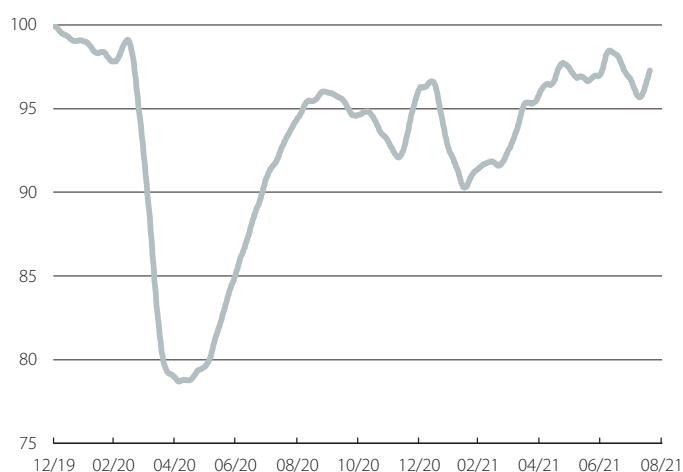
Lado a lado com o emprego público, no 2T o emprego ultrapassa os níveis anteriores à pandemia. O emprego aumentou 2,8% em cadeia no 2T, até ultrapassar os níveis registados no final de 2019. Não obstante, a recuperação do emprego foi desigual entre setores: por exemplo, na educação, na Administração Pública e nas TIC superou o nível do 4T 2019 (+147.400 empregos), enquanto no setor de alojamento e restauração o emprego continuou substancialmente abaixo do registado antes da pandemia (-83.800 empregos). O impacto do emprego público é especialmente relevante: se não contabilizarmos os mais de 731.000 funcionários públicos, o emprego ainda se encontra 0,2% abaixo dos finais de 2019. Apesar disso, os indi-

Portugal: evolução do PIB
Variação (%)



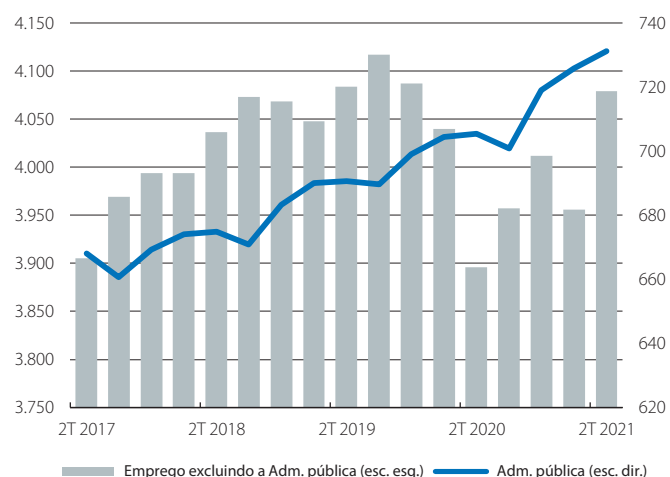
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE e de previsões próprias.

Portugal: indicador diário de atividade
Índice (100 = dezembro 2019)



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

Portugal: população empregada
(Milhares de pessoas)



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

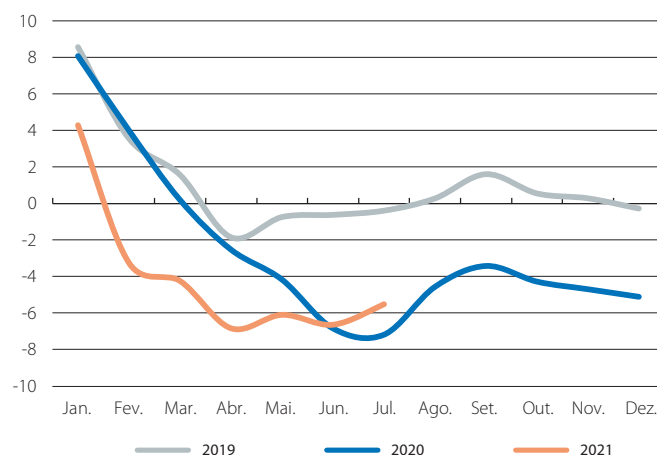
cios não deixam de ser positivos: em julho, a taxa de desemprego atingiu os 6,6% e o emprego superou os níveis de julho de 2019. Não obstante, a incerteza persistirá na segunda metade do ano, em função do sucesso da atividade turística no verão e do reinício da atividade em vários setores, num contexto ainda de pandemia, de escassez de algumas matérias-primas e de aumento de preços dos fatores de produção.

As contas públicas melhoram graças à normalização da atividade económica e aos efeitos de base. No cálculo acumulado do ano até julho, o défice das Administrações públicas desceu para 5,5% do PIB, face aos 7,2% no mesmo mês do exercício anterior. O desempenho mais favorável deste ano deve-se à normalização da atividade económica e ao menor impacto do diferimento do pagamento de impostos. Neste contexto, as receitas aumentaram 8,0% homólogo enquanto a despesa cresceu 3,7%. As transferências correntes continuaram a justificar grande parte do aumento da despesa, devido aos apoios às empresas e ao emprego. No total, as medidas contra a COVID representaram 2,9% do PIB até julho, entre as quais se destacam as medidas relacionadas com o apoio à reativação da atividade económica, emprego e saúde.

As contas externas pioraram marginalmente em junho. O défice da balança corrente piorou para -0,7% do PIB (-0,6% em maio). Este comportamento foi devido ao aumento do défice da balança de bens, explicado pela componente não energética. Por sua vez, a balança turística manteve a trajetória de recuperação, apesar de se encontrar longe dos registos anteriores à pandemia (-67,7% comparando com junho de 2019). Para 2021 estimamos um crescimento anual do turismo de 25% e apenas em 2022 se espera que os níveis de turismo anteriores à pandemia recuperem em termos de turistas não residentes procedentes da Europa.

A carteira de crédito do setor privado não financeiro continua a evoluir positivamente, em grande medida devido às moratórias. A carteira de crédito dos particulares cresceu 3,0% em julho, devido ao dinamismo do crédito à habitação, visto que a recuperação do crédito ao consumo é mais gradual. O crédito às empresas cresceu 6,9% homólogo. Neste segmento são fundamentais as moratórias existentes. Concretamente, em julho havia 36.801 milhões de euros de empréstimos em moratória, mais de 18% da carteira de crédito ao setor privado não financeiro. As moratórias são especialmente relevantes no caso das empresas não financeiras, onde representavam 28,8% da sua carteira de crédito. Entre setores, destaque especial para o alojamento e a restauração, a indústria transformadora e a construção e as atividades imobiliárias. Para atenuar o eventual impacto negativo do fim das moratórias, o Estado irá garantir 25% dos créditos em moratória que tenham sido inicialmente renegociados com os bancos. Num contexto ainda de incerteza e de retoma incompleta da atividade, o fim das moratórias em 30 de setembro poderá aumentar o risco dos incumprimentos de crédito.

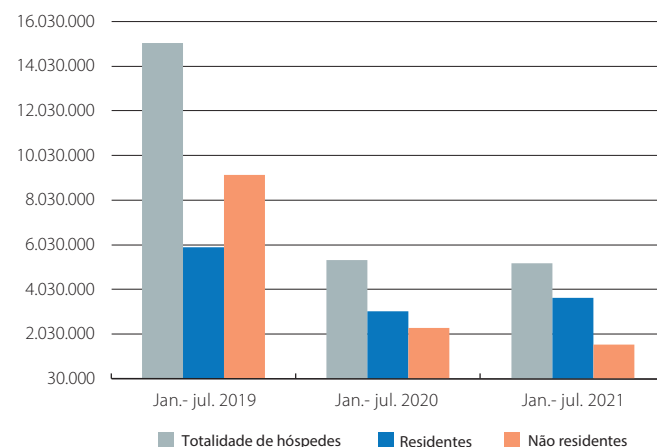
Portugal: saldo das Administrações Públicas * (% do PIB)



Nota: * Dados das contas públicas.

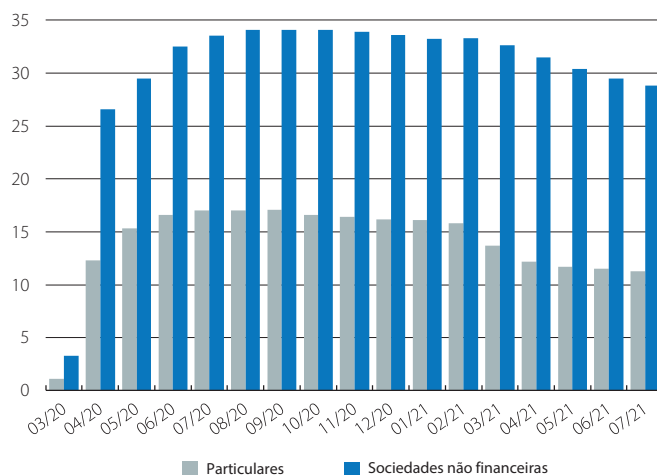
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da DGO.

Portugal: número de hóspedes relativamente à pré-pandemia (Número de hóspedes, acumulado do ano)



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

Portugal: empréstimos sob moratória (% do total de empréstimos de cada segmento)



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

Investimento em Portugal brilha em ano de pandemia

O investimento é uma variável fundamental, na medida em que determina a capacidade produtiva, contribui para o aumento da produtividade e do crescimento económico, sustentando assim o aumento da riqueza a médio prazo. Neste sentido, destacamos a resiliência desta componente durante a pandemia e a significativa recuperação no 1T21. Enquanto o PIB contraía 7,6% em 2020, o investimento apenas caiu 1,8%; no 1S 21 o PIB aumentou 4,3% homólogo (-0,7% em cadeia), o investimento avançou 8,1% (+2,9% em cadeia), colocando-se 2,3% acima do nível pré pandemia. Esta resiliência dá continuidade ao aumento do peso da FBCF no PIB iniciada em 2016. No início de 2021, o investimento representava, cerca de 20% do PIB, o nível mais elevado desde 2010, mas ainda longe dos níveis de 2000.

Que tipo de investimento contribuiu para a resiliência da formação bruta de capital fixo?

Para a resiliência da FBCF contribuíram os aumentos do investimento no setor da construção (residencial e sobretudo outro tipo de construção), refletindo o seu forte dinamismo durante a pandemia. Também o investimento em maquinaria e equipamentos, depois de uma queda nos primeiros três trimestres de 2020, apresentou forte recuperação situando-se 3% acima do nível pré pandemia no final do 1S 2021.

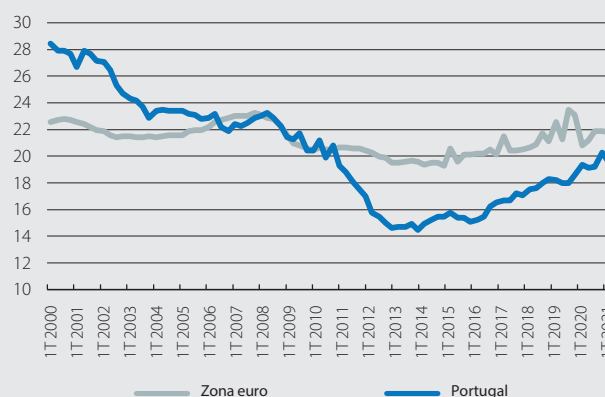
Um olhar para as contas nacionais por setor institucional mostra que o bom comportamento do investimento durante a pandemia se relaciona com o aumento do investimento público. Este facto resulta do Estado ter realizado uma série de investimentos necessários para o combate à pandemia, nomeadamente equipamento médico, ou a aquisição de material informático no âmbito dos programas de alargamento da escola digital. Também o investimento em obras públicas, colmatando défices do passado recente devido à necessidade de consolidação orçamental e impulsionado pela proximidade das eleições autárquicas (26 setembro 2021) contribuiu para a sua expansão. Outros investimentos públicos terão limitado quedas mais fortes de algumas das componentes da FBCF, como é o caso da compra de material circulante para o Metro de Lisboa. É também interessante ver que as famílias aproveitaram o facto das condições financeiras serem muito acomodáticas para avançarem na compra de casa¹.

A evolução do investimento direto estrangeiro é indicativo do grau de atratividade e competitividade de uma economia, contudo o seu aumento nem sempre se traduz em

1. Até maio, as novas operações de crédito a residentes para compra de casa apresentam ritmos de crescimento superiores a 30%.

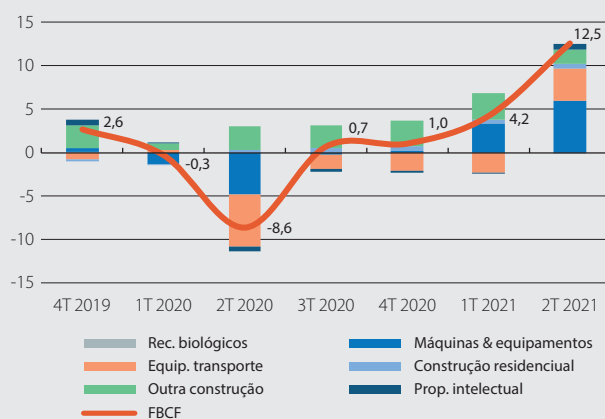
FBCF: Peso no PIB

(%)



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

FBCF: Contributos para a variação homóloga (p. p. %)



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

aumento real da formação bruta de capital fixo. Foi o que aconteceu em Portugal, pois entre o final de 2019 e o primeiro trimestre de 2021, o stock de IDE² em Portugal aumentou 4 mil milhões de euros, um aumento de 2,7%, mas grande parte deste valor corresponde a M&A que refletem apenas transferência de propriedade³, não se traduzindo em aumento real do investimento (em contas nacionais).

2. Excluindo Luxemburgo (18%) e Países Baixos (21%), as principais origens do IDE são Espanha (21%), França (8%) e Alemanha (4%). Principais setores: atividades financeiras (22%), consultoria (18%), imobiliário (15%), comércio e real estate (8%, respetivamente); indústria (7%).

3. Dos negócios realizados em Portugal entre o final de 2020 e o 1T 2021, refere-se em 2020 a venda da Brisa (concessionária de autoestradas) ao fundo Arcus, consórcio formado por investidores holandeses, sul coreanos e suíços por cerca de 3 mil milhões de euros; já em 2021 da Aquapor, companhia gestora de sistemas de água e resíduos pela empresa francesa Saur por 200 milhões de euros.

O que esperar nos próximos trimestres?

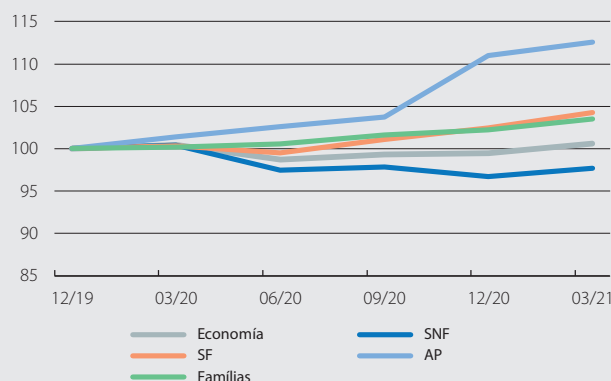
Os indicadores mais recentes sugerem que a tendência de recuperação se manterá ao longo do ano. Destes referimos que o inquérito realizado ao setor empresarial durante o segundo trimestre, acerca das intenções de investimento indica que estas pretendem aumentar em 4,9% o investimento a realizar em 2021, ou seja um aumento de 6 décimas face ao inquérito anterior realizado em outubro 2020. O controle da pandemia e o consequente aligeirar das restrições à mobilidade favorece melhores perspectivas para a evolução da procura, suportando, depois de um período de grande incerteza, a concretização de investimentos que foram adiados no período mais grave da pandemia. Para além de 8 dos 13 setores incluídos no inquérito mostrarem maior aptidão para a realização de investimentos em 2021, é também significativo das boas perspectivas para a evolução da procura o facto de 36% do investimento projetado se destinar a aumentar a capacidade instalada.

O mesmo inquérito sugere que os contributos para o investimento no que resta do ano se podem alterar. De facto, as empresas do setor da construção encontram-se entre as que esperam reduzir o investimento face a 2020. Esta queda refletirá o fim de alguns projetos de obras públicas mais relacionados com o período eleitoral, que terá impulsionado o investimento do setor em 2020, mas que tenderá a diminuir na proximidade do fim dos respetivos projetos. Pelo contrário, no médio prazo é expectável que o investimento na área da construção residencial aumente, tendo em conta as intenções inscritas no Plano de Recuperação e Resiliência que apontam para um investimento na ordem 1.500 milhões de euros na área da habitação social.

Contrariamente, o investimento em equipamentos de transporte poderá registar um impulso significativo, na medida em que as empresas do setor esperam aumentar em 43% o investimento a realizar este ano. Por seu turno, o investimento em máquinas e equipamentos deverá manter a tendência positiva registada desde o 3T 2020, na medida em que a realização de investimentos para substituição de componentes produtivas é principal finalidade dos investimentos planeados.

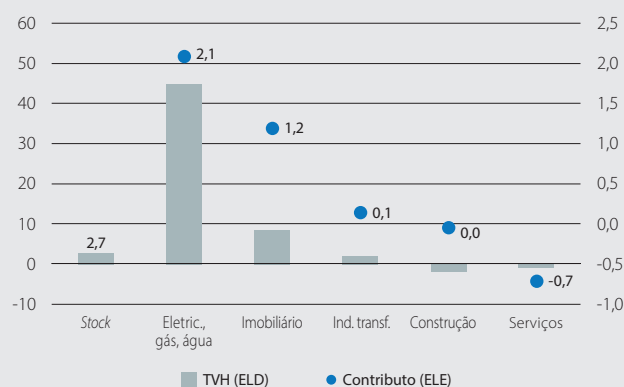
Em resumo, suportado pelo investimento público e, em menor escala, pelo investimento residencial, a tendência de recuperação gradual do investimento para níveis anteriores à crise financeira não se inverteu durante a pandemia. Nos próximos anos o facto de Portugal ir receber montantes elevados de fundos comunitários deverá contribuir para sustentar este dinamismo. Além disso, se estes fundos forem usados de forma adequada e eficaz, podem ter um impacto significativo na produtividade e no crescimento potencial.

Investimento por setor institucional (Dez-2019 = 100)



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

Investimento direto estrangeiro: 1T 21 vs 2019 (Tvh) (p. p.)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Inquérito às empresas sobre intenções de investimento em 2021

Setores que esperam maior incremento no investimento, ind transformadora pelo peso no VAB	Expetativa de investimento (variação anual esperada, %)	Peso no VAB (%)
Aumento do investimento nominal esperado	4,9	
Transporte e armazenagem	42,9	4,9
Ativ. Financeiras e seguros	38,4	4,9
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	31,5	0,9
Indústria transformadora	4,3	17,2

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE

Indicadores de atividade e emprego

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Índice coincidente para a atividade	0,9	-6,6	-8,0	-4,9	-2,8	1,0	2,1	2,8	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-6,9	-0,5	-2,1	-0,8	24,9	10,9	0,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-19,4	-14,7	-13,6	-5,0	-0,7	0,4	-1,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	15,4	0,7	-10,8	12,8	43,8	-32,2	-1,9	...	...
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	8,5	8,6	8,3	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-76,2	-58,0	-76,2	-86,7	-74,2	-74,2	-66,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-37,8	-19,5	-19,1	-9,9	-2,6	2,6	6,9
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-1,1	-1,9	-7,5	16,1	7,0	2,9	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,2	-6,8	-9,1	-4,7	-0,6	4,6	6,0	6,9	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,9	-26,2	-24,4	-17,3	-14,2	-14,1	-13,8
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	-1,9	-3,1	-1,2	-1,3	4,5	4,7	5,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	7,0	8,0	7,3	7,1	6,7	6,8	6,6	...
PIB	2,5	-7,6	-5,6	-6,1	-5,3	15,5	...	...	...

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	06/21	07/21	08/21
Inflação global	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,8	0,5	1,5	1,5
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	-0,1	0,5	0,2	-0,3	0,8	0,9

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	06/21	07/21	08/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	-7,8	-10,2	-8,1	9,4	9,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-15,1	-12,0	-15,1	-15,6	1,3	1,3	...	...
Saldo corrente	0,9	-2,2	-2,1	-2,2	-2,1	-1,5	-1,5	...	...
Bens e serviços	1,7	-3,6	-2,9	-3,6	-3,5	-3,8	-3,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,3	0,8	1,3	1,4	2,3	2,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,5	0,5	...	...

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	06/21	07/21	08/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	9,2	10,1	10,6	8,7	8,7	8,4	...
À vista e poupança	14,8	18,8	18,4	18,8	18,5	15,3	15,3	15,2	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	0,4	1,4	2,4	1,3	1,3	0,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-21,0	-13,8	-21,0	-23,6	-15,0	-15,0	-18,8	...
TOTAL	5,2	9,0	8,2	9,0	9,4	7,8	7,8	7,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-0,1	4,6	2,1	4,6	5,1	4,4	4,4	4,4	...
Empresas não financeiras	-3,7	10,5	4,4	10,5	11,0	7,2	7,2	6,9	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	0,7	2,1	2,6	1,0	1,0	1,2	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	1,3	-1,2	-1,0	9,4	9,4	9,7	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,2	-5,6	-4,2	-5,1	4,5	4,5	3,6	...
TOTAL	-0,3	4,2	1,8	4,2	4,7	4,4	4,4	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.

As vacinas limitam o impacto da variante Delta em Espanha

A atividade mantém o caminho da recuperação no primeiro período do segundo semestre, apesar do auge dos contágios.

Logo após terminar o primeiro semestre e quando encerrávamos estas linhas da Informação Mensal de julho, confirmaram-se as más notícias em termos epidemiológicos: o potencial contagioso da variante Delta do coronavírus, juntamente com o alívio das restrições à atividade e das medidas de precaução individual, resultou numa subida vertiginosa dos contágios. Apenas num mês, a incidência acumulada de 14 dias multiplicou-se por 7, de 100 para 700. No entanto, o avanço rápido da vacinação evitou problemas maiores e conseguiu conter a pressão nos hospitais e a mortalidade muito abaixo das primeiras vagas da pandemia, sem ser necessário implementar novas restrições de peso. Os avanços significativos no processo de vacinação, com um ritmo médio semanal acima das 6.000 inoculações por 100.000 habitantes ao longo da época estival, permitiram chegar ao final de agosto com cerca de 70% da população imunizada.

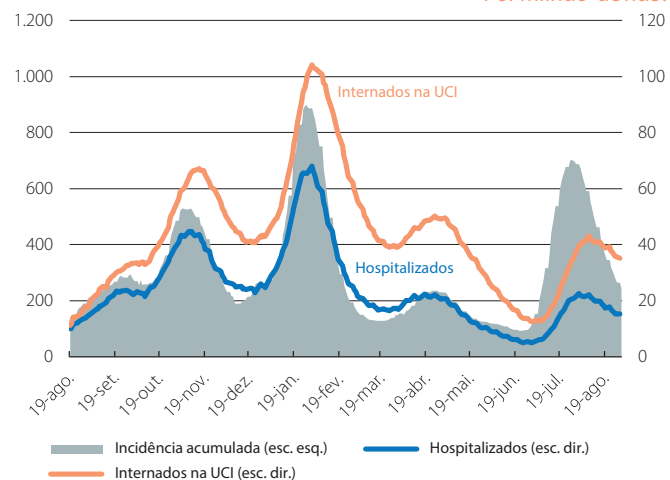
A recuperação consolida-se no Verão após a forte subida da atividade do 2T. Após a estagnação da recuperação observada nos dois trimestres anteriores, devido à segunda e terceira vagas da pandemia, o PIB avançou uns robustos 2,8% em cadeia no 2T, o que situou a economia 6,8% abaixo do seu nível anterior à crise. À medida que se foram levantando as restrições à atividade e a vacinação foi avançando, o consumo privado começou a recuperar intensamente, com um crescimento de 6,6% em cadeia no 2T, reduzindo a sua distância relativamente ao nível do 4T 2019 para 4,0%. Por outro lado, o crescimento mais moderado do investimento (1,5% em cadeia) e a recuperação das importações desaceleraram o ritmo de recuperação. Os indicadores de atividade disponível assinalam que esta recuperação se reforçou no 3T: em julho e agosto, os índices de sentimento PMI da indústria e dos serviços mantêm-se marcadamente acima dos 50 pontos que delimitam a zona de contração da de expansão, assinalando a robustez da recuperação económica em curso. O indicador de consumo do CaixaBank registou uma subida de 6% em julho e de 13% em agosto, suportada numa evolução importante da despesa com cartões estrangeiros (-34% e -19% em julho e agosto, respetivamente, face a -57% no 2T, relativamente ao mesmo período de 2019). Após o dado positivo do PIB do 2T e a força que os indicadores do 3T apresentam, revimos em alta o crescimento do PIB de 2021 para 6,3%.

A recuperação do mercado do trabalho prossegue e vai-se aproximando dos níveis anteriores à pandemia. O número de inscritos na Segurança Social caiu em agosto em 118.004 pessoas, mas é preciso ter em conta que se trata de um mês em que é costume haver destruição do emprego que é contratado nos meses anteriores para a época de Verão. Corrigindo a sazonalidade, ocorre um aumento do número de inscritos de 76.541 pessoas, tratando-se do quarto mês consecutivo com avanços no emprego. O número de inscritos em termos ajustados de sazonalidade, eleva-se assim para 19.477.505, praticamente o nível de fevereiro de 2020. A isto é preciso acrescentar a redução dos trabalhadores afetados pelo ERTE (*Layoff*) que tem vindo a ocorrer desde março os quais ao finalizar o mês de agosto tinham descido

Espanha: incidência e pressão nos hospitais

(Incidência acumulada de 14 dias)

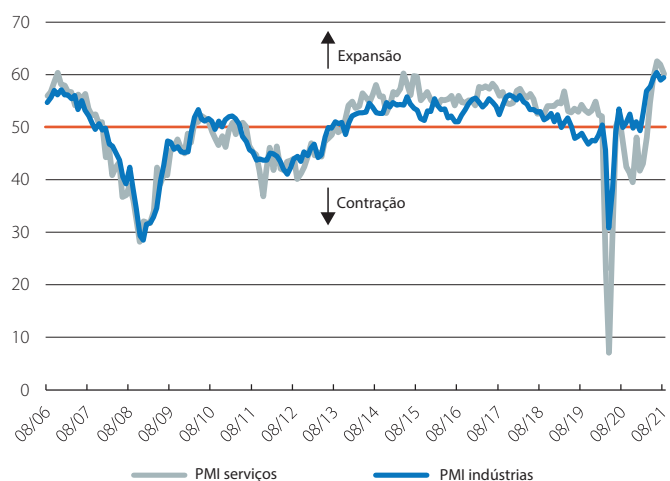
Por 100.000 hab.
Por milhão de hab.



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

Espanha: indicadores de atividade

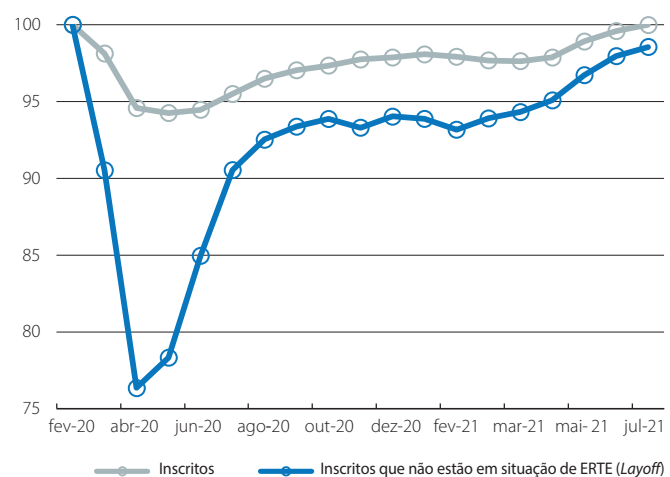
Nível *



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Média mensal (100 = fevereiro 2020)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério espanhol do Trabalho, Migrações e da Segurança Social.

do para 272.190 pessoas. Desta forma, o número de inscritos em termos líquidos ajustados de sazonalidade do ERTE (*Layoff*) é apenas de menos 280.000 pessoas abaixo dos níveis anteriores à pandemia (fevereiro de 2020) registrando, no decorrer do 3T, um crescimento de 3% relativamente ao trimestre anterior, sugerindo uma intensificação da recuperação do PIB.

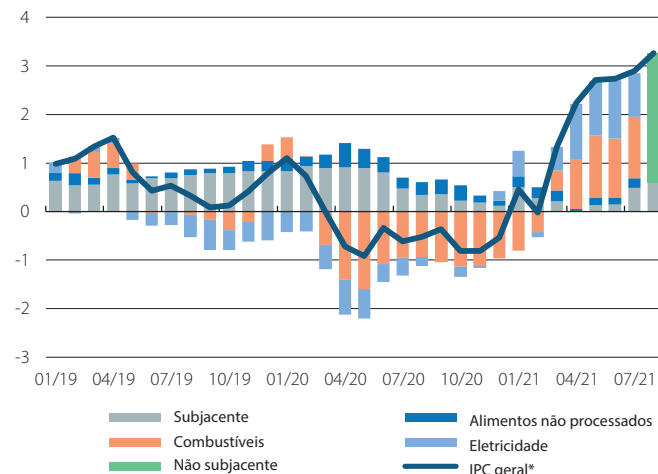
A inflação, afetada por fatores temporários. O IPC registou uma variação homóloga de 2,9% em julho e de 3,3% em agosto. Num ambiente inflacionista em máximos desde 2012, a inflação subjacente começa também a despertar, aumentando 0,5 p.p. entre junho e agosto para 0,7%, devido à subida de preços dos serviços, em particular na hotelaria e restauração. A subida do índice de preços nos primeiros oito meses do ano resultou especialmente do aumento dos preços da energia, em particular da eletricidade. O preço médio diário da eletricidade no mercado grossista atingiu os 58,6 euros no primeiro semestre (face à média de 47,7 euros em 2019) e os 99,2 euros em julho e agosto, pelo que não são de excluir novas surpresas de aumento na componente energética. Face ao aumento mais persistente que o previsto dos preços da eletricidade, revemos a previsão da inflação em 2021 com um aumento que atinge os 2,4%. Para os próximos meses, a chave reside no comportamento da inflação subjacente à medida que a economia avança.

Saldo externo: afetado pela queda do turismo mas com boas perspetivas. O saldo da balança corrente situou-se nos 6.817 milhões de euros em junho de 2021, 0,6% do PIB, em comparação com os 17.610 milhões de euros em junho de 2020 (ou 1,5% do PIB). Embora o saldo de bens se tenha situado em terreno amplamente positivo relativamente a 2020, tal como o saldo dos rendimentos, estas contribuições não puderam compensar a deterioração do saldo dos serviços, com destaque particular para a queda do turismo, que subtraiu 23.900 milhões de euros à balança corrente ao longo do último ano. No entanto, após um primeiro semestre do ano ainda muito frágil para o setor do turismo, com uma queda da despesa turística internacional de 86% entre janeiro e junho em comparação com o mesmo período de 2019, as perspetivas para os meses de verão melhoram significativamente. Alguns dados mais recentes que dispomos para julho indicam que as dormidas hoteleiras se situam 39% abaixo das dormidas de julho de 2019 (-62% em junho), sustentadas por uma recuperação robusta quer dos viajantes residentes, para níveis de julho de 2019 (-23% em junho) quer dos turistas provenientes da UE (-45% face aos -68% de junho). Os dados internos do CaixaBank, de pagamentos com cartão, mostram também fortes avanços da despesa turística tanto em julho como em agosto.

As finanças públicas, contagiadas pela pandemia enquanto o défice começa a corrigir. A intervenção sem precedentes do Estado para proteger as famílias e as empresas dos efeitos económicos mais devastadores da pandemia continua a ter o seu reflexo na situação das finanças públicas, de modo que a dívida das Administrações Públicas alcançou em junho os 1.426 milhões de euros (+10,4% homólogo), 122,1%. Não obstante, começa a ser observada uma correção do défice público, tendo no primeiro semestre o Estado registado um défice de 3,0% do PIB, o que representa uma melhoria de 1,3 p.p. relativamente a 2020. Este resultado deve-se essencialmente a um crescimento robusto de 15% das receitas fiscais, relativamente ao ano anterior, face ao comportamento das despesas que descem 0,1%. Embora a pandemia continue a afetar a dinâmica da dívida pública, prevê-se que o custo da dívida se mantenha em níveis baixos, favorecido pela política monetária acomodatória do BCE.

Espanha: evolução do IPC

Contribuição para a variação homóloga (p. p.)

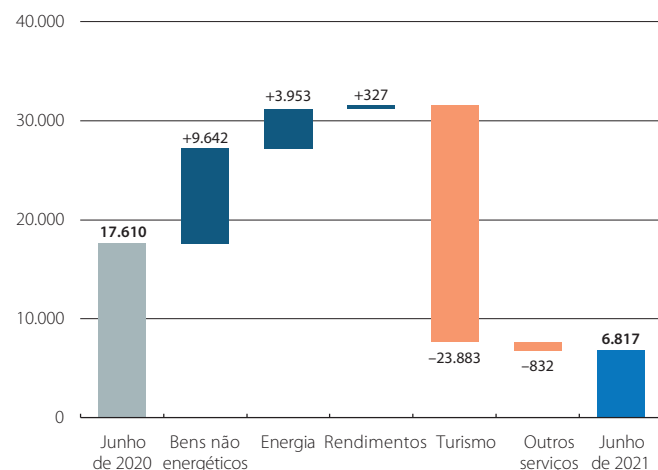


Nota: * Variação homóloga.

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

Espanha: evolução da balança corrente

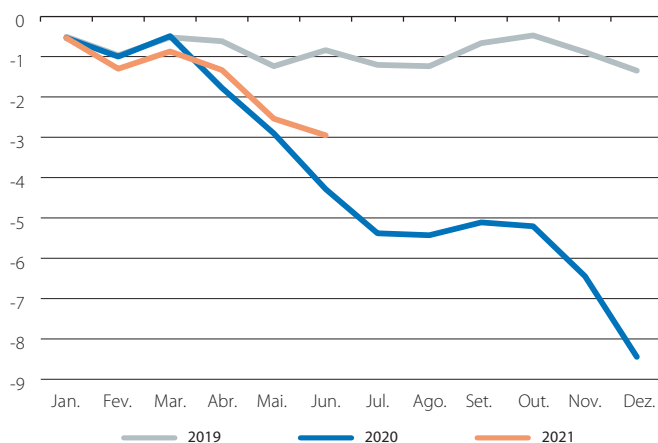
Acumulados de 12 meses (milhões de euros)



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

Espanha: capacidade/necessidade de financiamento do Estado

(% do PIB)



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

Procura reprimida: uma das principais alavancas da recuperação económica

As famílias espanholas acumularam uma elevada poupança em 2020, no contexto da pandemia da COVID-19. Esta poupança irá surgir já em 2021, de modo que a procura reprimida será uma das alavancas da recuperação económica no pós-pandemia.

Como é que esta poupança foi criada? Foi criada devido a uma queda do consumo muito superior à queda do rendimento bruto disponível (RBD). Em 2020, o primeiro caiu 12%, principalmente pela impossibilidade de consumo devido ao confinamento e ao encerramento de estabelecimentos comerciais, enquanto o RBD caiu apenas 3,3%. A resiliência significativa do RBD em 2020 (o PIB caiu 10,8% em comparação) deveu-se em boa parte ao efeito amortecedor das prestações sociais (ver o primeiro gráfico). No decorrer deste ano estas tendências mantêm-se, mas a queda das duas variáveis abrandou graças à reativação da atividade.

De que números estamos a falar? A poupança bruta total das famílias passou de 48.000 milhões de euros em 2019 para quase 109.000 milhões de euros em 2020 e estimamos que o excedente de poupança se tenha situado em 45.000 milhões de euros (4,0% do PIB)¹. No 1T 2021, as famílias espanholas pouparam 10,6% do seu rendimento bruto disponível², um número que é superior ao que se registava antes da pandemia, em cerca de 6,0%, mas que se situa longe dos 25,7% alcançados no 2T 2020.

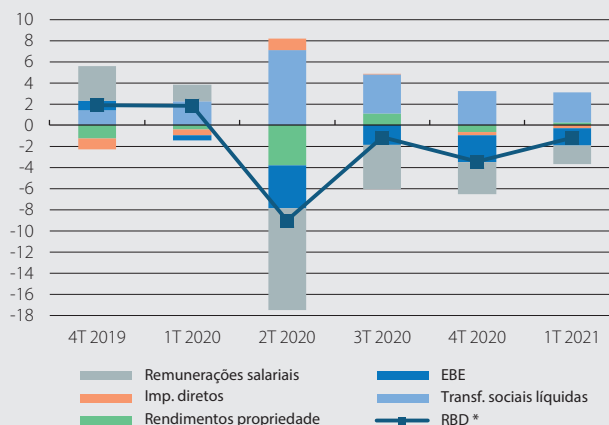
À medida que foram aliviadas as restrições à mobilidade e à atividade, as famílias reativaram o consumo e reduziram a poupança por precaução. De facto, os últimos dados macroeconómicos mostram que o consumo está a subir fortemente. Assim, o crescimento do PIB no 2T 2021 foi explicado, na sua quase totalidade, pela forte recuperação do consumo privado, que cresceu 6,6% em cadeia, um aumento muito forte e superior ao que a sensibilidade histórica com o PIB teria sugerido. Esta subida sugere uma forte redução da taxa de poupança no 2T. Relativamente ao futuro, há que ter em conta que o consumo privado ainda está 4,0% abaixo do nível do 4T 2019, pelo que existe margem para que ocorram taxas de crescimento significativas nos próximos trimestres.

Existem dois fatores que sugerem que o apoio da poupança retida na economia será reforçado; (i) Espanha poderá ser um dos países desenvolvidos onde esse apoio seja maior. Tal como é possível observar no terceiro gráfi-

1. Definimos o «excedente de poupança» como o diferencial entre a poupança ocorrida em 2020 e a que tivesse ocorrido se, com o rendimento bruto disponível observado em 2020, as famílias tivessem mantido a taxa de poupança que tínhamos previsto para 2020, antes da pandemia.
2. Dado trimestral estante, corrigido para efeitos de sazonalidade e de calendário.

Espanha: rendimento disponível das famílias

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)

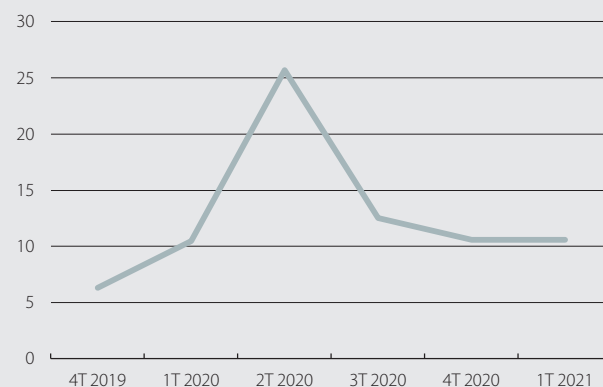


Nota: * Variação homóloga.

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

Espanha: taxa de poupança

(% do rendimento bruto disponível)

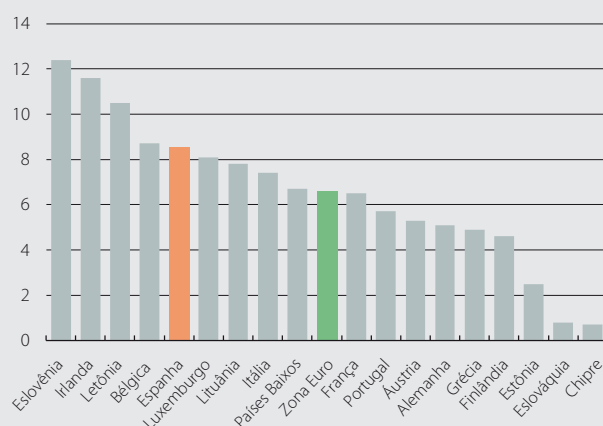


Nota: Dados trimestrais com série corrigida por efeitos de sazonalidade e de calendário.

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

Zona Euro: aumento da taxa de poupança

Aumento em 2020 relativamente a 2019 (p. p.)

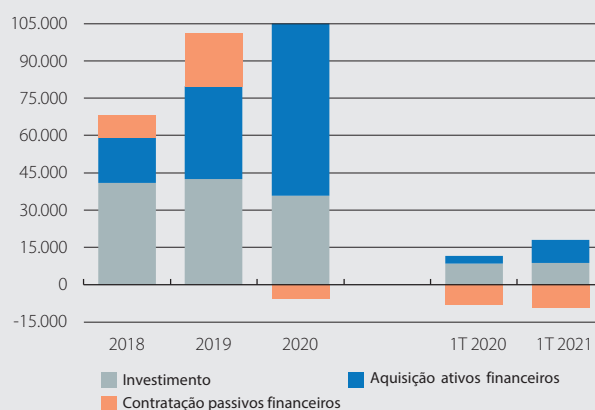


Fonte: BPI Research, elaboração própria a partir dos dados do Eurostat.

co, é uma das economias europeias onde o aumento da taxa de poupança na pandemia foi mais elevado e onde (ii) grande parte da poupança se concentrou em depósitos (não foi utilizada para reduzir a dívida). Especificamente, em 2020 a maior parte da poupança foi direcionada para a compra de ativos financeiros (65%, com um peso muito elevado dos depósitos), enquanto as proporções destinadas a investimento, principalmente habitação, (30%) e redução de dívida (5%) foram relativamente menores. Contudo, o efeito da procura reprimida poder-se-á ver diminuído pelo facto de que parte do excedente de poupança será conservada por motivos de precaução e, sobretudo, se essa poupança tiver sido concentrada nos rendimentos altos, pois os grupos com receitas elevadas possuem uma menor propensão para o consumo que os grupos de receitas baixas.

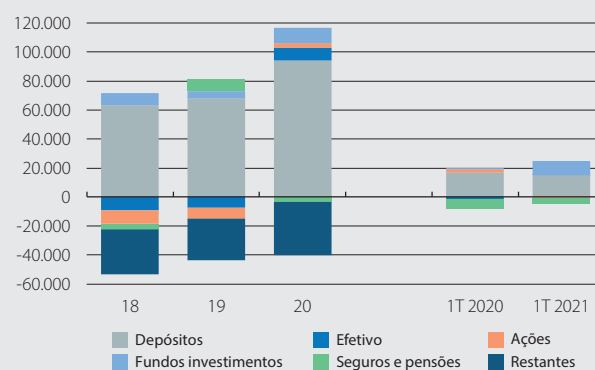
Com estes ingredientes no cocktail, as perspetivas são de que a taxa de poupança continue a reduzir ao longo do ano – poderá passar de 14,7% de 2020 para níveis claramente abaixo de 10% em 2021 – e que o aumento do consumo, impulsionado por esta procura reprimida e pelo levantamento das restrições à medida que a campanha de vacinação se completa, seja um dos pilares da recuperação. Assim, esperamos que a subida do consumo privado real em 2021 seja de cerca de 10% (após cair 12,4% em 2020) e que supere os 4,5% em 2022.

Destino da poupança das famílias (Milhões de euros)



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

Espanha: distribuição da aquisição líquida de ativos financeiros (Milhões de euros. Fluxos)



Notas: O restante inclui depósitos não transferíveis, outras participações e créditos comerciais.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

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	06/21	07/21	08/21
Indústria									
Índice de produção industrial	0,7	-9,5	-5,4	-2,3	3,1	28,2	11,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-11,9	-11,0	-7,3	2,5	0,2	2,1	1,4
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	51,4	51,1	53,0	59,2	60,4	59,0	59,5
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-19,1	-19,9	-19,1	...	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,6	-17,6	-17,4	-17,6	0,3	9,0	...	...
Preço da habitação	5,1	2,1	1,7	1,5	0,9	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,9	-50,9	-72,7	-85,5	-81,3	-75,8	-68,2	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	47,3	43,0	44,3	58,8	62,5	61,9	60,1
Consumo									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-3,5	-3,0	-0,4	20,5	1,2	0,1	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-7,5	-13,2	12,7	661,0	17,1	-28,9	-28,9
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-26,9	-26,3	-22,1	-11,1	-11,7	-10,2	-8,5
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,3	-2,9	-3,5	-3,1	-2,4	5,7	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,1	15,5	16,3	16,1	16,0	15,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,6	-2,0	-3,0	-2,0	-1,4	3,9	4,7	4,3	3,6
PIB	2,0	-10,8	-8,6	-8,9	-4,2	19,8	-	-	-

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	06/21	07/21	08/21
Inflação global	0,7	-0,3	-0,5	-0,7	0,6	2,6	2,7	2,9	3,3
Inflação subjacente	0,9	0,7	0,5	0,2	0,4	0,1	0,2	0,6	...

Setor externo

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-8,9	-10,0	-8,1	8,7	8,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-13,3	-14,7	-14,0	3,3	3,3	...	...
Saldo corrente	26,6	7,7	11,5	7,7	6,1	6,0	6,0	...	...
Bens e serviços	37,5	16,8	20,3	16,8	15,2	15,0	15,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,9	-9,0	-8,8	-9,0	-9,1	-9,0	-9,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	30,8	12,7	16,3	12,7	11,0	11,8	11,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	06/21	07/21	08/21
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	9,0	8,7	8,9	4,9	4,7	4,7	...
À vista e poupança	10,7	12,3	13,8	13,7	14,1	9,2	8,9	9,0	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-24,0	-24,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	5,2	11,8	11,2	16,3	18,1	11,6	...
TOTAL	5,6	7,1	8,7	8,9	9,1	5,6	5,4	5,2	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-1,5	1,2	2,0	2,4	2,3	-0,4	-0,6	-0,5	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	7,1	7,9	7,8	-0,7	-1,5	-1,4	...
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,4	0,7	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	0,3	-0,1	-1,8	-0,7	-0,9	-1,4	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	1,1	8,8	9,5	17,4	19,2	22,6	...
TOTAL	-1,7	1,3	1,9	2,7	2,7	0,6	0,5	0,9	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,8	4,5	4,7	4,5	4,5	4,5	4,4	...	...

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.

As políticas públicas ao serviço da difusão tecnológica

As políticas públicas possuem um papel fundamental para que os avanços tecnológicos sejam cada vez mais e sejam difundidos para o conjunto da economia. Este artigo aborda a difusão da tecnologia e o papel das políticas públicas nesta divulgação.

As dificuldades em divulgar a tecnologia

Se fosse simples copiar a tecnologia dos nossos vizinhos ou dos nossos concorrentes, praticamente não existiriam diferenças tecnológicas entre países ou entre regiões dentro de um mesmo país. Ou então até entre empresas de um mesmo país e região! Contudo, na realidade apenas poucos países e empresas desenvolvem novas tecnologias. Para além destas diferenças na criação, a capacidade de adotar novas tecnologias por parte de países terceiros é também muito díspar (ver o primeiro gráfico).

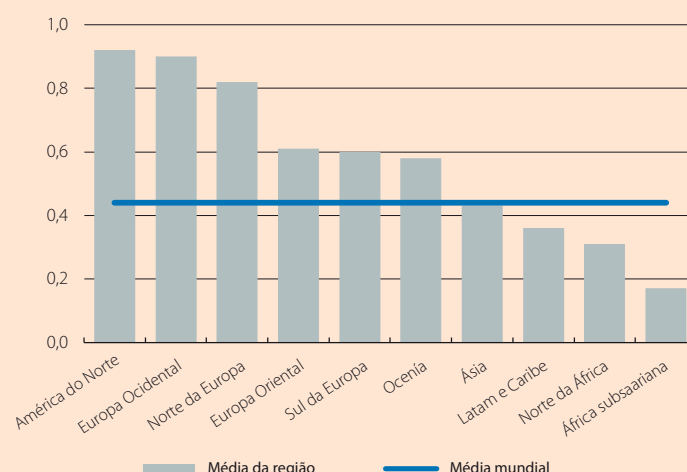
A difusão da tecnologia não é assim tão simples, nem entre países nem dentro dos próprios países. Segundo Ricardo Hausmann, diretor do Center for International Development da Universidade de Harvard, a tecnologia é composta por três formas de conhecimento: o conhecimento constituído pelas ferramentas e materiais, os códigos, manuais e instruções, e o *know-how* ou conhecimento tácito (ou prático) que possuem os profissionais que desenvolveram ou que utilizam a própria tecnologia. Este último elemento é exatamente o principal obstáculo para a propagação tecnológica.

Como Hausmann explica, as ferramentas e os materiais que constituem qualquer tecnologia podem ser adquiridos; os códigos podem ser entendidos com uma base educativa suficiente (através do que é definido como conhecimento explícito); por outro lado, o *know-how* só pode ser obtido através da interação presencial repetida com a própria tecnologia (conhecido como *learning by doing*), o qual, irremediavelmente, significa que exige tempo.

Além disso, nas sociedades modernas, este conhecimento tácito possui uma dimensão tal que não pode ser abrangido por um só indivíduo nem por poucos, encontrando-se, portanto, disperso entre grupos amplos, organizado modularmente e interligado. Desta forma, a aquisição de novas tecnologias necessita também de uma rede organizativa particular (uma dificuldade adicionada à difusão).

Índice de capacidade de adoção das tecnologias de fronteira

(Pontos) *



Nota: * Índice de 0 (mínimo) a 1 (máximo).

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

As facilidades que as políticas públicas podem oferecer... e o que encontramos no Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) espanhol

No desenvolvimento e difusão das tecnologias do futuro é necessário, em primeiro lugar, possuir infraestruturas digitais adequadas (seriam as «ferramentas» ou os «materiais» anteriormente comentados). Neste âmbito, Espanha situa-se numa posição relativamente sólida relativamente à média da UE: é um dos países com uma implementação mais vasta de redes de elevada capacidade, com cobertura para 89% das famílias em 2019 em comparação com a média de 44% na UE e de 45% no ano de 2015 em Espanha¹.

Apesar deste bom ponto de partida, o PRR destaca a utilização destas ferramentas digitais por parte das pequenas e médias empresas, cuja dimensão reduzida frequentemente lhes traz dificuldades para a adoção de tecnologias de carácter digital. É que uma coisa é ter as ferramentas à nossa disposição e outra muito diferente é aproveitá-las. Neste sentido será fundamental o papel dinamizador do Plano de Incentivo às Pequenas e Médias Empresas (Componente 13 do PRR), com um investimento previsto muito elevado (4.894 milhões de euros). Esta componente pretende favorecer a utilização de soluções digitais nestas empresas mais pequenas através de subvenções, criação de *hubs* digitais inovadores e de formação.

Este último elemento (o elemento da formação) é necessário para melhorar o conhecimento explícito das novas tecnologias (a segunda componente definidora da tecnologia, segundo Hausmann). De facto, para além desta formação digital centrada nas pequenas e médias empresas, o Plano espanhol investirá também na capacitação digital do conjunto da sociedade espanhola através do Plano

1. Ver o artigo «Espanha na corrida digital» no Dossier da IM03/2021 para mais detalhes e também o artigo «NGEU: comparativo internacional dos investimentos em novas tecnologias dos planos de recuperações» neste mesmo Dossier.

Nacional de Competências Digitais (Componente 19 do PRR). Por outras palavras, são investimentos que nos educarão para ler e entender os «manuais» associados às novas tecnologias.

No entanto, por enquanto só falámos de políticas e investimentos que incidem nas duas primeiras componentes definidoras das tecnologias (ferramentas e conhecimento explícito), mas não na terceira componente (o conhecimento tácito), que é justamente a que mais dificulta a difusão tecnológica.

A atração do talento e a mobilidade deste talento dentro das sociedades são vias importantíssimas para fomentar o fluir do conhecimento tácito e, com isso, o fluir das novas tecnologias. Tal como é frequentemente citado por Ricardo Hausmann, é mais fácil e rápido mover cérebros com *know-how* do que enchê-los com este *know-how*.

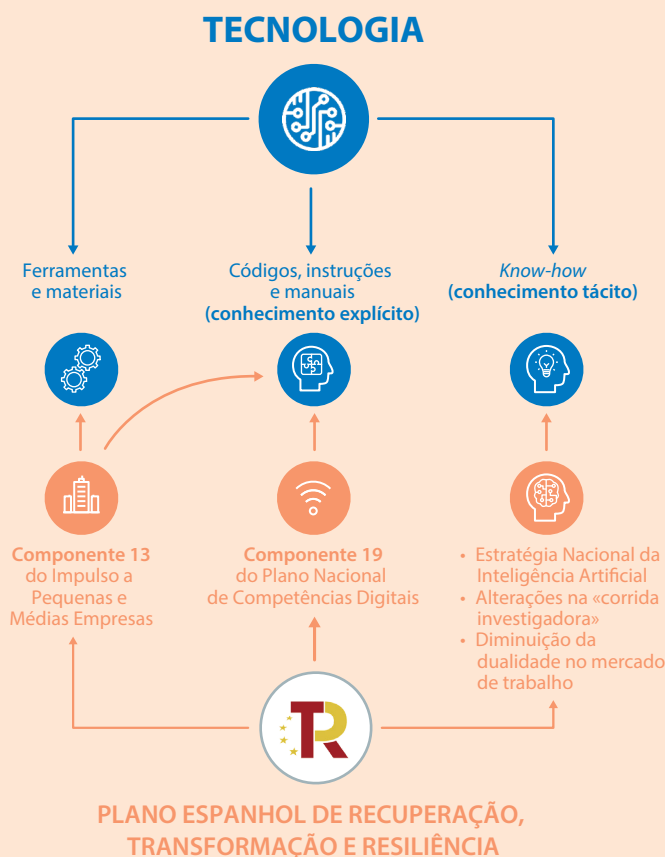
A promoção de projetos inovadores é, sem dúvida, uma forma de atrair talentos do mundo inteiro. Neste sentido, a Estratégia Nacional de Inteligência Artificial, que constitui a Componente 16 do Plano, é uma via clara de atração. No entanto, tal como é argumentado a partir da EsadeEcPol², seria importante complementar estes esforços para conseguir o estabelecimento no território espanhol de várias sedes europeias de investigação como o Centro Europeu de Competência Industrial ou o Centro Europeu de Cibersegurança ou aprofundar as alterações propostas na «carreira de investigação» para que as contratações com avaliações externas (*tenure track*) possuam uma maior estabilidade e percurso.

De uma forma mais geral, a atração de talentos é favorecida por algumas políticas e instituições do mercado do trabalho. O avanço económico dos países depende significativamente da evolução de um pequeno grupo de empresas que crescem a ritmos muito superiores à média (referidas como gazelas). As políticas laborais, entre outras, podem dificultar a retribuição de *know-how* entre empresas. Assim, por exemplo, a dualidade que existe no mercado do trabalho espanhol, como consequência de várias destas políticas, envolve que os trabalhadores mais velhos com um elevado *know-how* sejam mais propensos a manterem-se em postos de trabalho em empresas de baixo crescimento em vez de darem o salto para empresas com um enorme potencial de crescimento, mas que avançam muito devagar. De uma forma parecida, muitos destes trabalhadores são empreendedores em potência de empresas que bem poderiam ser as gazelas do país, mas, mais uma vez, não dão o passo para as fundarem. Por outro lado, as empresas mais empreendedoras sofrem também desta dualidade, dado que prefeririam um mercado de trabalho mais flexível face ao risco que o seu projeto não consiga atingir as expectativas marcadas. Neste sentido, reformas que favoreçam a diminuição da dualidade, tal como é planeado no PRR, são claramente positivas. Além disso, o desenvolvimento de fundos individuais dos trabalhadores que possam ser utilizados no caso de despedimento ou de mudança de empresa (como a mochila austríaca) facilitaria que o talento (ligado ao conhecimento tácito) não ficasse retido em empresas de baixo crescimento devido ao receio desses trabalhadores perderem os direitos adquiridos após uma longa relação de trabalho.

Por último, a difusão tecnológica é mais simples quando existem tecnologias parecidas ou relacionadas no país que pretende adotar a nova tecnologia. Isto é especialmente certo quando falamos de tecnologias complexas, dado que estas costumam precisar de elevadas doses de *know-how* e de estruturas organizativas particulares (a ideia de coletividade do conhecimento é fundamental nestes casos). A presença de tecnologias relacionadas fará com que existam muitos trabalhadores com um conhecimento tácito de elementos parecidos com a nova tecnologia e que, além disso, certamente, a organização da tecnologia relacionada seja facilmente reconversível para as novas necessidades tecnológicas. Neste sentido, é importante que as instituições públicas, na sua tarefa de distribuição e de coordenação dos fundos NGEU, efetuem um bom diagnóstico da estrutura produtiva e do estado tecnológico setorial de Espanha para ajudarem a impulsionar os saltos tecnológicos mais razoáveis.

2. Para uma análise crítica de alguns dos elementos do Plano, ver EsadeEcPol Brief #9 (abril 2021) «Reformas, governação e capital humano: as grandes fragilidades do plano de recuperação».

A tecnologia e as políticas para a sua difusão



Fonte: BPI Research, a partir de artigos de Ricardo Hausmann e do Plano espanhol de Recuperação e Resiliência.

NGEU: comparação internacional dos investimentos em novas tecnologias dos planos de recuperação

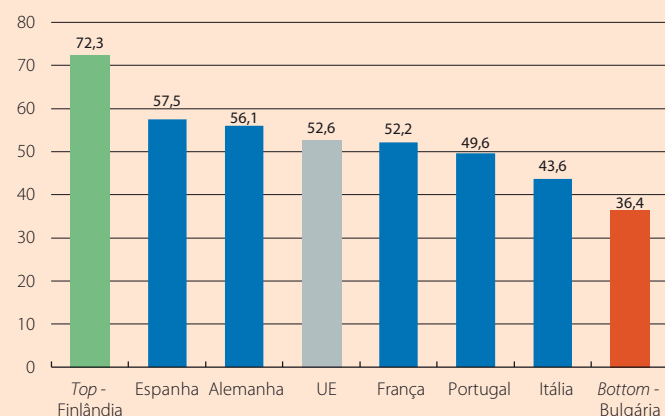
A caminho da Indústria 4.0 (caracterizada pela transformação digital na produção) e após os primeiros desembolsos dos fundos do Next Generation EU, no qual uma das prioridades é a transformação digital, avaliamos as propostas digitais apresentadas pelos principais países da UE nos seus planos de recuperação.

Ponto de partida digital

Antes de avaliar os projetos digitais dos Planos de Recuperação e Resiliência Nacionais (PRRN), é bom conhecer o ponto de partida dos vários países analisados no âmbito digital. Neste sentido utilizamos o indicador sintético DESI (Índice da Economia e a Sociedade Digital) publicado pela Comissão Europeia e que assenta em cinco pilares: conectividade, capital humano, utilização de serviços de internet, integração da tecnologia digital nas empresas e serviços públicos digitais.

Índice da Economia e da Sociedade Digitais (DESI 2020)

(Mín. 0 - Máx. 100)



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

da do grupo. De facto, a vantagem educativa da Alemanha em matéria digital é um trunfo claro a seu favor, visto tratar-se de uma componente que costuma precisar de tempo para se desenvolver (ver o segundo gráfico).

Pelo contrário, Itália situa-se claramente abaixo da média da UE e perto das últimas posições a nível europeu. Com um claro atraso em todos os pilares do DESI, destaca-se de forma especialmente negativa em capital humano, onde se situa nos últimos lugares dos 28 países estudados. Por seu lado, França e Portugal situam-se em posições atrasadas, mas menos que o caso italiano.

Pontos fortes e fracos digitais dos planos nacionais

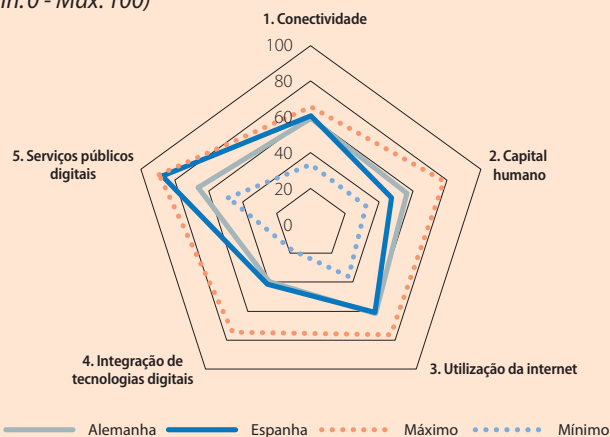
Da anterior análise depreende-se que todos os países precisam de importantes investimentos digitais na maioria das alavancas definidas nos objetivos digitais 2030 assinalados pela Comissão Europeia: infraestruturas, conhecimento ou competências, empresas e setor público. Logicamente, estas alavancas têm uma evidente representação nas componentes do DESI. Assim, as infraestruturas estão estreitamente ligadas ao pilar de conectividade do DESI; conhecimento ou competências, ao pilar de capital humano ou de formação; empresas, ao pilar de integração da tecnologia digital e o setor público, ao pilar DESI de serviços públicos digitais.

Nenhum dos países que analisamos (Alemanha, França, Itália, Espanha e Portugal) se situa nos primeiros lugares do ranking digital da UE segundo o DESI (nível médio dos cinco pilares), que os países nórdicos ocupam, com a Finlândia na liderança (ver o primeiro gráfico). Trata-se de uma característica que poderá surpreender, uma vez que a Alemanha e a França constituem o motor económico da Europa continental.

Entre os países que analisamos, Espanha e Alemanha são os países com um maior índice DESI, ligeiramente acima da média da UE, numa categoria intermédia entre a totalidade dos 28 países da UE. Ambos os países têm um desenvolvimento digital idêntico em 3 das 5 componentes do DESI e diferem em serviços públicos digitais, onde Espanha surge de forma clara, e em capital humano, onde é a Alemanha a mais avançada.

Componentes DESI

(Mín. 0 - Máx. 100)



Nota: O valor máximo (mínimo) corresponde ao país da UE com a pontuação máxima (mínima) nesse pilar.

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

Começando pelo mais atrasado, Itália investirá, de acordo com o seu PRRN, substancialmente em todas as esferas digitais. Especificamente, cada uma das quatro alavancas receberá entre 18% e 34% dos cerca de 50.000 milhões de euros atribuídos à digitalização (prioridade à qual dedica 25% do total de fundos NGEU)¹. Trata-se de uma estratégia necessária para melhorar substancialmente no âmbito digital. Não obstante, pode ser ligeiramente escassa a despesa prevista em formação (algo abaixo dos 20%), dado que nesta vertente se situa em último lugar segundo o índice DESI (ver o terceiro gráfico para uma comparação para cada país entre a distância do DESI relativamente ao país *top* e os investimentos planeados).

Na mesma linha, Espanha também investirá entre 21% e 32% em cada alavanca digital (esta prioridade absorve 28% do total de fundos NGEU)². E, como no caso de Itália, pode também parecer insuficiente a despesa atribuída à formação ou ao capital humano. Por outro lado, a percentagem destinada ao setor público é relativamente elevada. Contudo, os PRRN espanhol e italiano preveem um investimento de grande envergadura na melhoria da utilização de tecnologias digitais por parte das empresas (é onde é destinada uma maior percentagem da despesa nos dois casos). Este é um perímetro que abrange melhorias no conhecimento tecnológico dos empregados e, conseqüentemente, nas competências digitais. Na realidade, os âmbitos de investimento digital não são estanques, mas estão altamente ligados. Classificar a despesa dos vários projetos apresentados nos PRRN é útil para efetuar uma primeira avaliação, mas é importante reconhecer que ela contém um ponto de arbitrariedade, pelo que se torna imprescindível aprofundar nos detalhes.

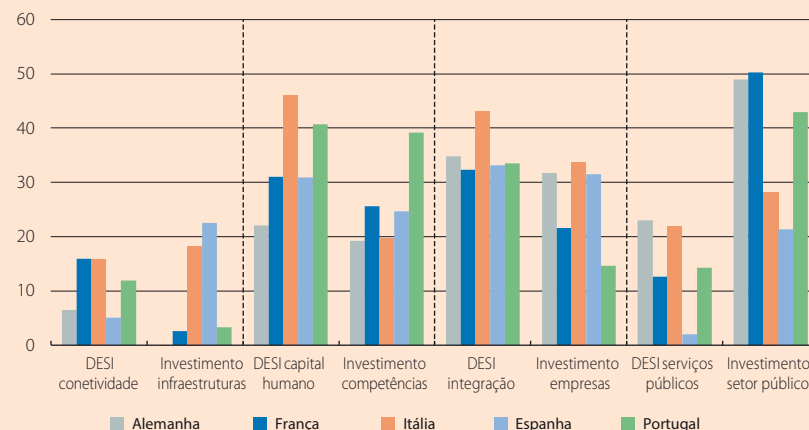
Por sua vez, Portugal planeia investir substancial e diretamente na melhoria das competências digitais da sua população, com cerca de 40% do total de despesa digital nesta alavanca (a digitalização no seu conjunto absorve 22% dos fundos NGEU). De facto, das cinco componentes do DESI português, a componente capital humano é a mais mal classificada na comparação europeia, pelo que se trata de uma boa estratégia na melhoria digital do país. Talvez se depreenda deste primeiro exame que Portugal poderá aumentar um pouco o investimento na melhoria digital das suas empresas, e poderá fazê-lo através de um menor investimento na digitalização do setor público, dado que este se encontra numa situação de partida mais cómoda em termos quer comparativos quer absolutos.

Por último, temos a Alemanha e a França, com atuações muito diferenciadas. Assim, surpreende que a Alemanha tenha decidido dedicar uma percentagem muito elevada dos fundos NGEU à digitalização (52%, mais do dobro do exigido por Bruxelas), face a uns exíguos 21% por parte da França, apesar desta última se situar numa posição claramente desfavorável. Além disso, segundo a nossa análise, a Alemanha parece alinhar adequadamente os investimentos digitais naquelas frentes que mais o necessitam: digitalização das empresas e do setor público. Neste último pilar, embora a sua distância com o país líder não pareça muito significativa (em pontos), a Alemanha encontra-se claramente atrasada relativamente aos restantes países da nossa análise. Por seu lado, a distribuição da França é mais discutível, especialmente na vertente da conectividade, onde pouco investe, e na vertente do setor público, onde parece um pouco excessivo.

Definitivamente e em traços largos, tanto Itália como Espanha e Portugal apresentam projetos de investimento digital adequados às suas necessidades: maior utilização das ferramentas digitais nas suas empresas e melhoria formativa da população. A Alemanha aposta também em investimentos nos seus pontos mais frágeis (setor público e empresas). No entanto as prioridades da França não parecem tão alinhadas com as carências que os indicadores da Comissão refletem.

Distância digital com países top vs. investimento digital *

(Pontos relativamente ao país top e % da despesa digital no âmbito relativamente à despesa digital total)



Nota: * A distância digital é a diferença do pilar DESI do país relativamente ao melhor país nesse âmbito (em pontos). Importa lembrar que o índice DESI vai de 0 a 100. Quanto menor a barra, mais perto do país top. O investimento é a % gasta nesse âmbito relativamente ao investimento digital total de acordo com o PRRN. Quanto menor a barra, menos investimento nesse âmbito.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (DESI e análise dos PRRN).

1. Todos os números baseiam-se nos relatórios que a Comissão Europeia elaborou para avaliar os diversos PRRN enviados. Além disso, assumimos que os investimentos digitais em saúde entram na alavanca dos serviços públicos.

2. Espanha investirá cerca de 20.000 milhões de euros em digitalização (28% do total dos fundos NGEU). Para mais detalhes sobre as quantias planeadas nos principais países, ver o seguinte artigo deste mesmo Dossier.

NGEU digital: um salto importante ou não?

Tal como a eletricidade o foi no momento certo, as tecnologias digitais emergem como novas tecnologias de utilidade geral (GPT, nas suas siglas em inglês). Ou seja, tecnologias com uma enorme capacidade de mudança sobre as sociedades¹. Dado o

seu potencial transformador e a dimensão sem comparação que os países europeus destinarão à digitalização através dos fundos Next Generation EU (NGEU), é importante analisar o impacto potencial das novas despesas digitais nas principais economias europeias.

Antes de começar, convém referir que nem todos os países beneficiarão da mesma forma do incentivo que o NGEU vai proporcionar. Os fundos europeus estão concebidos para apoiar em maior quantia as economias que mais sofreram os efeitos da pandemia. Assim, Itália, Portugal e Espanha serão as economias mais beneficiadas na distribuição, com desembolsos previstos na esfera digital de entre 2% e

Next Generation EU: desembolsos

	NGEU	Digitalização		
	mM €	mM €	% total NGEU	% do PIB 2020
Alemanha	25,6	13,5	52,6	0,4
França	39,4	8,4	21,3	0,4
Itália	191,5	48,1	25,1	2,9
Espanha	69,5	19,6	28,2	1,7
Portugal	16,6	3,7	22,1	1,8

Notas: A Itália considera quer os subsídios quer os empréstimos no âmbito do Mecanismo de Recuperação e Resiliência. Sem os empréstimos a quantia seria cerca de 70.000 milhões de euros, em linha com o que a Espanha espera receber. São considerados apenas os fundos provenientes do Mecanismo de Recuperação e Resiliência, sem incluírem outros programas como, por exemplo, o REACT-EU.

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

3% do seu PIB (ver a primeira tabela), enquanto a França e a Alemanha, países que beneficiam em menor medida, receberão menos de 0,5% do seu PIB.

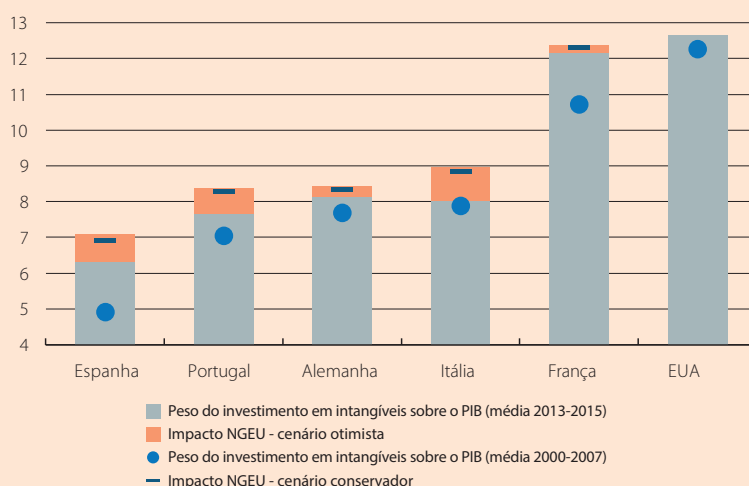
Incentivo ao investimento em intangíveis

O impulso à digitalização está intimamente ligado ao investimento nos denominados ativos intangíveis. Em contrapartida aos ativos de investimento mais tradicionais, os ativos intangíveis carecem de uma componente física. Estamos a falar de investimentos em *software*, bases de dados, formação e, seguindo a terminologia utilizada no primeiro artigo deste mesmo Dossier, o *know-how*. Entre um e dois terços do investimento digital costuma ser investimento em intangíveis². Devido à importância deste tipo de investimento para incentivar a economia digital, questionamo-nos, numa primeira aproximação analítica, sobre o impacto do NGEU relativamente a esse investimento.

Para medir o impacto direto do NGEU sobre o investimento em intangíveis, subtraímos das quantias previstas em digitalização mostradas na primeira tabela os montantes que correspondem a rubricas de investimento em infraestruturas (principalmente, banda larga e 5G), visto que este tipo de investimento não é classificado como intangível. A isto somamos a nossa estimativa do efeito de arrasto que as políticas associadas ao NGEU poderão exercer no investimento privado em intangíveis. Este cálculo é efetuado a partir das previsões de impacto económico do NGEU que a Comissão Europeia realizou. Além disso, calculamos também o impacto sob o pressuposto de um efeito de arrasto muito menor (metade do inicialmente estimado).

Investimento em intangíveis: situação de partida e impacto NGEU (média 2021-2023)

(% sobre o PIB)



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

1. General Purpose Technologies. Para mais detalhes, ver o artigo «NGEU: um impulso muito oportuno para a digitalização» no Dossier da IM03/2021.

2. Ver Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Petroulakis, F. e Vivian, L. (2020). «Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies». ECB Occasional Paper (2020244).

Os maiores avanços ocorrem nos países que recebem mais fundos do NGEU relativamente à sua dimensão. A Itália lidera com um aumento do peso do investimento em intangíveis sobre o PIB entre 0,8 e 0,9 p.p. anuais em 2021-2023, enquanto Espanha e Portugal a seguem de perto com um aumento no intervalo de 0,6 e 0,8³. Estamos a referir-nos a números significativos (ver o gráfico): para a Espanha, este aumento é quase a metade do aumento que teve em 2013-2015 relativamente ao período 2000-2007; para Portugal, é um aumento muito parecido ao ocorrido entre os dois períodos; para Itália, é um aumento muito superior.

Impulso à atividade

Numa segunda análise, construímos um cenário do impacto da despesa digital sobre o PIB a curto e longo prazo, previsto pelos planos de recuperação e resiliência nacionais dos principais países europeus. Para tal, partimos dos investimentos intangíveis digitais contemplados anteriormente, classificamos essa despesa em função do tipo de investimento digital que os vários planos detalham e aplicamos multiplicadores fiscais relacionados com a digitalização estimada pelo Instituto Alemão para a investigação económica (DIW, nas suas siglas em alemão)⁴. Especificamente, o DIW fornece multiplicadores fiscais a curto e longo prazo para o desenvolvimento de bases de dados e de serviços na nuvem para favorecer a utilização da inteligência artificial, para a digitalização da indústria, para a formação de capital humano e para a digitalização do setor da saúde e das Administrações Públicas. Segundo este instituto, os impactos mais elevados são os associados aos programas de formação de capital humano em competências digitais e, os menores, os associados à digitalização do setor público. A última tabela mostra o impacto dos fundos no PIB.

As estimativas mostram que os investimentos em digitalização podem ter um impacto substancial a curto prazo, com aumentos anuais do PIB que oscilam entre os 0,3%-0,6% para a Itália, Espanha e Portugal, os países com uma maior receção de fundos. Além disso, também se pode observar que, em todos os casos, os investimentos resultam num impacto positivo a longo prazo sobre o nível do PIB. Se compararmos por país, destaca-se o caso de Portugal que, apesar de destinar uma quantia substancialmente menor para investimentos em digitalização que Itália (1,8% do seu PIB, face aos 2,9% da Itália), obtém um rendimento parecido. Isto deve-se ao maior peso que Portugal dedica aos investimentos relacionados com a formação de capital humano⁵.

Impacto dos investimentos em digitalização NGEU
(p. p. de diferença no PIB relativamente a um cenário sem fundos NGEU, média anual)

	2021-2022	2023-2025	2026-2041
Alemanha	0,10	0,07	0,02
França	0,10	0,07	0,02
Itália	0,58	0,51	0,13
Espanha	0,33	0,30	0,07
Portugal	0,46	0,41	0,11

Fonte: BPI Research.

Definitivamente, os fundos NGEU têm o potencial de desenvolver um papel crucial para acelerar o desenvolvimento e a implementação das novas tecnologias digitais na UE e para impulsionar a recuperação económica. O sucesso do NGEU assentará na efetividade dos próprios investimentos, algo que não poderemos avaliar até terem decorrido alguns anos.

3. Este cálculo difere relativamente ao mostrado no artigo «NGEU: um impulso muito oportuno para a digitalização» no Dossier da IM03/2021. As diferenças devem-se ao facto de que, no presente artigo, o efeito de arrasto é calculado com base em estimativas da Comissão Europeia, enquanto no anterior artigo foi calculado com base nas previsões do Governo.

4. As estimativas incluem apenas o efeito direto dos fundos NGEU e não contemplam os fundos resultantes do efeito de arrasto. Isto deve-se à dificuldade em classificar estes fundos em função dos vários tipos de despesa digital.

5. Ver o artigo «NGEU: comparação internacional dos investimentos em novas tecnologias dos planos de recuperação», deste mesmo Dossier.

Portugal: PRR, o motor para acelerar na corrida digital

A COVID-19 reforçou a importância da digitalização na nossa vida e atenuou as consequências económicas e sociais da pandemia. Ao mesmo tempo, os especialistas defendem que a pandemia acelerou em três a quatro anos a adoção de tecnologias digitais, em comparação com o ritmo médio anterior¹, e que a proporção de produtos ou serviços digitais nas carteiras das empresas acelerou em 7 anos. Do lado das PME portuguesas, 90% aumentaram o uso de ferramentas digitais com a pandemia², quando, antes deste episódio, apenas 58% se sentiam confortáveis com as ferramentas digitais. Também se verificaram mudanças muito rápidas ao nível organizacional; por exemplo, as empresas revelam que se orientaram para o teletrabalho 43% mais rápido do que tinham pensado ser possível antes da pandemia. E se dúvidas houvesse sobre a importância desta corrida digital, sabe-se também que as empresas mais avançadas na utilização de tecnologias digitais antes da crise foram as mais bem-sucedidas durante a pandemia³.

Retrato digital de Portugal: longo caminho a percorrer

O digital tinha um peso de 6% no PIB português em 2019, ainda assim cerca de 2,5 vezes inferior ao registado pelo líder europeu, o Reino Unido⁴. Ao mesmo tempo, encontra-se no 37º lugar (num total de 63 países) no *World Competitiveness Digital Ranking*⁵, um indicador que avalia a atratividade do país na área digital. Uma análise mais detalhada deste indicador revela que a posição de Portugal oscila entre o 20º lugar no quadro regulatório e o 57º lugar na agilidade dos negócios. Do conjunto das forças de Portugal identificadas neste indicador, destacam-se, por exemplo, o rácio aluno-professor, o número de graduados em áreas científicas ou a utilização de internet; por sua vez, como fraquezas, destacam-se a formação dos trabalhadores, as exportações de alta-tecnologia ou a agilidade das empresas.

Outro indicador, o DESI (em inglês, *Digital Economy and Society Index*), coloca Portugal no 19º lugar num total de 28 países e abaixo da média da UE, com o gap face à UE a acentuar-se nos últimos quatro anos. Neste indicador, Portugal destaca-se, de forma favorável, na conectividade e serviços públicos digitais, mas atinge um *ranking* mais baixo no que diz respeito ao capital humano e à utilização da Internet⁶.

Por fim, o índice *Digital Acceleration Index* (DAI) da BCG⁷, um indicador que mede a maturidade digital do tecido empresarial português, coloca o país no segundo nível mais baixo (de quatro) da maturidade digital, o *Literate*, abaixo de outros países europeus, que estão já na fase *Digital Performers*. Ainda assim, o indicador revela conclusões distintas entre sectores e dimensão das empresas.

Sem surpresas, as médias e as grandes empresas revelam maior maturidade digital (ambas no nível *Literate*), destacando-se ligeiramente as médias empresas, enquanto as pequenas empresas estão no nível *Starter*. No que diz respeito aos sectores, e comparativamente com os pares europeus, Portugal compara bem nas Telecomunicações, Media e Tecnologia, na Educação, Serviços e Hotelaria & Turismo e compara pior na Metalúrgica & Automóvel e Têxtil. Se, por um lado, a posição do sector Hotelaria & Turismo é positiva, considerando o seu peso nas exportações portuguesas, por outro lado, a débil posição dos sectores industriais (e ao mesmo tempo importantes exportadores) pode ser uma desvantagem competitiva importante (a concorrência internacional revela mais maturidade digital)⁸.

E qual o papel do PRR na transição digital em Portugal?

O Plano de Recuperação e Resiliência vem intensificar a aposta no digital, reforçando o Plano de Ação para a Transição Digital, anunciado em março de 2020. Os objetivos deste plano já incidiam nas competências digitais das pessoas, na transformação digital das empresas e na digitalização do Estado, tal como acontece com o PRR. Mas o PRR traz a oportunidade de ir mais longe. De facto, Portugal vai alocar 3.719 milhões de euros na transição digital, cerca de 22% do montante total. Para onde irão esses fundos?

1. McKinsey & Company (2020). «How COVID-19 has pushed companies over the technology tipping point – and transformed business forever».

2. 80% no conjunto da UE. Ver Connected Commerce Council (2021). «European Small and Medium-Sized Enterprises»; relatório para Portugal.

3. Ver nota 1.

4. BCG (2021). «O caminho para um Portugal biónico: a maturidade digital do tecido empresarial em Portugal».

5. Este indicador agrega três dimensões: conhecimento, tecnologia e preparação para o futuro.

6. Para mais informações, ver o focus «Portugal: conseguiremos acelerar na corrida digital?» do IM07/2021.

7. Este índice da BCG utiliza um conjunto de indicadores para avaliar o desempenho digital das empresas e comparar com os pares em termos de sector e geografia. A maturidade digital atual e a ambição para um período de 2 anos são avaliadas, traduzidas para um valor entre 0 e 100 pontos, onde depois é possível atribuir um dos 4 escalões, por esta ordem: *Starter*, *Literate*, *Performer* e *Leader*.

8. Ver fonte da nota 3. Esta conclusão aplica-se também às Instituições Financeiras, que comparam mal com os seus pares europeus, ficando vulneráveis aos novos *players* tecnológicos no sector.

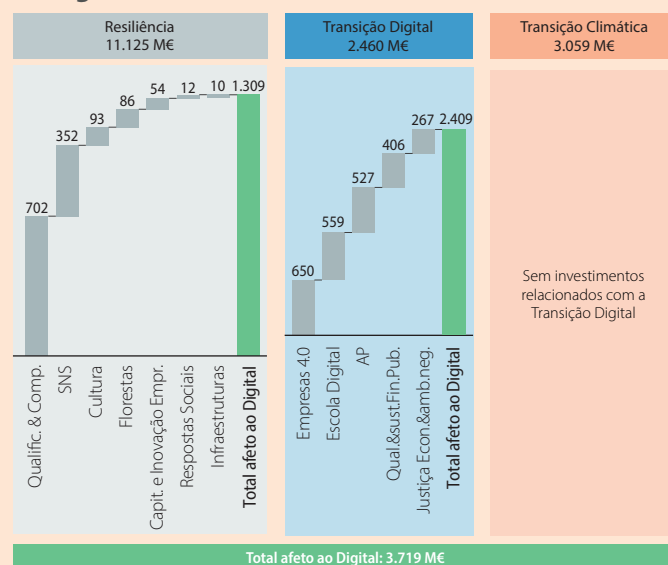
Concluimos que as competências digitais são um dos calcanhares de Aquiles da economia portuguesa e um entrave à transição digital. Ao mesmo tempo, estima-se que, em 2030, 15% dos empregos terão mais funções com competências digitais e 87% dos empregadores consideram que atualmente as empresas não têm as competências necessárias para avançar com a transição digital⁹. Deste modo, os investimentos nesta área incluem programas de melhoria das qualificações de desempregados, possibilitando a reorientação para outros sectores de atividade, e para empregados. Destacam-se, por exemplo, o Programa Upskill (com a requalificação de profissionais para as áreas da programação), o Emprego + Digital (para a requalificação de pessoas empregadas), o Jovem + Digital (reforço de competências digitais para jovens desempregados) ou o Escola Digital (que visa a compra de computadores para alunos e professores, o acesso à Internet e a desmaterialização dos manuais escolares).

Do lado das empresas, e para além da capacitação digital dos seus trabalhadores, os investimentos terão como destino projetos como os Polos de Inovação Tecnológica (onde poderão tirar partido da cooperação e sinergias, no país e na Europa, para implementar novos produtos ou processos), as Zonas Livres Tecnológicas (onde será possível testar os novos produtos), o Coaching 4.0 (apoio às empresas nesta fase de transição) e outras iniciativas cujo objetivo passa pela internacionalização das empresas e aumentar a presença nos canais digitais. Num contexto pós-pandémico, 61% das PME pretende utilizar mais ferramentas digitais, mais 11 p.p. do que a média europeia¹⁰. Ainda assim, as preocupações são muitas, destacando-se o retorno do investimento das empresas inquiridas (34%, + 7 p.p. do que a média europeia), o custo das ferramentas (32%, +9 p.p.) e a proteção da privacidade dos dados (26%, +1 p.p.). O financiamento é particularmente importante, mas as empresas desconhecem os programas de financiamento disponíveis¹¹.

Finalmente, estarão disponíveis investimentos também para a Administração Pública. O objetivo passa por 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 concebendo mecanismos para a monitorização das contas públicas.

As vantagens da revolução digital são enormes, e vão desde a facilidade de internacionalização das empresas, à criação de novos produtos e serviços, a novas experiências para o cliente, aos salários, à produtividade ou à sustentabilidade. Mas os desafios também são enormes: é preciso capacitar os recursos humanos de forma a não agravar as desigualdades sociais, promover a cibersegurança, garantir um ambiente favorável à mudança, informar e desburocratizar os processos de acesso aos fundos europeus. Uma mistura de ingredientes necessária para evitar as consequências económicas e sociais de um eventual atraso na transição digital.

Componentes do PRR e investimentos afetos ao Digital



Fonte: BPI Research, com base no PRR.

9. Fórum Portugal Digital.

10. Ver fonte da nota 1.

11. Mais concretamente, 67%, 63% e 55% das pequenas, médias e grandes empresas, respetivamente. Apenas 11%, 16% e 37%, para pequenas, médias e grandes empresas, já se candidataram efetivamente a algum programa de financiamento.

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 das principais economias, com destaque para a economia portuguesa, espanhola e europeias. Comentário aos fatores de relevo nos mercados financeiros internacionais, reuniões de bancos centrais nos principais blocos, preços de *commodities* e mercados de ações.

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2021

© CaixaBank, S.A., 2021

Design e produção: www.cegegglobal.com

