

IM10

INFORMAÇÃO MENSAL
OUTUBRO 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
Acerca da normalização da política monetária

ECONOMIA INTERNACIONAL
A escassez de chips vai continuar durante muito tempo

ECONOMIA PORTUGUESA
Comércio eletrónico em Portugal na pandemia: amortecedor para a quebra do consumo?

ECONOMIA ESPANHOLA
O setor das exportações em Espanha: uma perspetiva de valor acrescentado

DOSSIER: A CAMINHO DE UMA RECUPERAÇÃO MENOS DESIGUAL

Espanha: estará a recuperação económica a chegar a todos os bolsos?

1 milhão de casos depois... que impacto na desigualdade em Portugal?

A eficácia e a eficiência do estado social na redução da desigualdade

O emprego, o fator mais importante para reduzir a desigualdade

INFORMAÇÃO MENSAL

Outubro 2021

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

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

Coordenador da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

30 de setembro de 2021

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Acerca da normalização da política monetária*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *A escassez de chips vai continuar durante muito tempo*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Comércio eletrónico em Portugal na pandemia: amortecedor para a quebra do consumo?*

24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *O setor das exportações em Espanha: uma perspetiva de valor acrescentado*

29 DOSSIER: A CAMINHO DE UMA RECUPERAÇÃO MENOS DESIGUAL

29 *Espanha: estará a recuperação económica a chegar a todos os bolsos?*

31 *1 milhão de casos depois... que impacto na desigualdade em Portugal?*

33 *A eficácia e a eficiência do estado social na redução da desigualdade*

35 *O emprego, o fator mais importante para reduzir a desigualdade*

A caminho de uma recuperação menos desigual

Dispomos já de suficiente informação para avaliar a forma como a desigualdade está a evoluir desde que a atividade económica começou a recuperar. E as notícias são esperançosas. No passado tínhamos que esperar vários anos para obter dados fiáveis sobre a evolução da desigualdade. Continua a ser assim em todos os países desenvolvidos. A Espanha é a exceção. O projeto desenvolvido pelo CaixaBank Research, em colaboração com uma equipa de investigadores da Universidade Pompeu Fabra de Barcelona, permitiu que Espanha fosse o primeiro país a dispor de informação sobre a evolução da desigualdade em tempo real e com um nível de detalhe elevadíssimo. A chave foi a utilização dos dados internos do CaixaBank, especificamente os salários e as transferências que foram efetuadas por prestações de desemprego ou ERTE (*Layoff*). Mediante a utilização de técnicas de *big data*, dado que mensalmente são analisados milhões de dados, foi possível replicar os principais indicadores de desigualdade para o conjunto de Espanha e para várias regiões e grupos. Dada a grande diversidade de clientes do CaixaBank, quer a nível geográfico quer entre os vários grupos da população, constatou-se que os indicadores gerados são representativos para o conjunto da população.

A implementação deste projeto desde o início da pandemia permitiu-nos comprovar que o impacto da crise sobre a desigualdade em 2020 foi fortíssimo. Os principais indicadores aumentaram de uma forma súbita, acentuada e generalizada, até alcançarem níveis nunca vistos. Referimos anteriormente que existiam vários grupos, como os jovens ou as pessoas nascidas fora de Espanha, que estavam a sofrer muito mais que o conjunto da população. Constatámos também que o impacto era mais elevado nalgumas regiões, especialmente as mais dependentes do turismo. Face a esta situação, dispararam todos os alarmes. Nas crises recentes, o aumento da desigualdade foi muito persistente, sendo que lhe custou muito mais recuperar do que o conjunto da economia. Felizmente, desta vez é diferente pelo menos até agora. A desigualdade está a diminuir rapidamente graças à melhoria da atividade e, sobretudo, do mercado de trabalho, estando já a aproximar-se dos níveis anteriores à crise.

Em Espanha a desigualdade esteve sempre muito ligada à evolução do mercado de trabalho. Historicamente o aumento do desemprego ou a criação de emprego determinaram a desigualdade dos rendimentos da população, muito mais que as alterações na distribuição dos rendimentos salariais. Não nos deve surpreender. Quando alguém perde o emprego, a alteração nos rendimentos auferidos é muito grande. Este aspeto é especialmente relevante em Espanha, já que o número de desempregados flutuou historicamente muito mais que nos restantes países desenvolvidos.

Contudo, o comportamento do mercado de trabalho foi muito diferente nesta crise: foi destruído muito menos emprego que em crises anteriores, especialmente quando o comparamos com o forte choque que a atividade económica experimentou. Por exemplo, entre 2008 e 2013 o emprego desceu 16,3% enquanto o PIB retrocedeu 8,6%. O emprego caiu muito mais que o PIB e, posteriormente, custou muito mais aos empregos que ao PIB recuperar os níveis anteriores à crise. Desta vez está a ser muito diferente. No início, o emprego caiu menos que o PIB: 19,0% entre o 4T 2019 e o 2T 2020, enquanto o PIB recuou 22,1%. Além disso, desde que começaram a ser aliviadas as restrições à atividade e à mobilidade, a recuperação do emprego foi muito mais vigorosa e o número de pessoas inscritas na Segurança Social que não estão em ERTE (*Layoff*) já se encontra apenas 0,9% abaixo dos níveis anteriores à crise superando, previsivelmente em novembro, este número. Por outro lado e de acordo com as nossas estimativas, no 3T 2021 o PIB ainda se situa 5,7% abaixo do nível anterior à crise e não está previsto que atinja níveis pré-pandemia até à segunda metade do próximo ano.

Embora a evolução da desigualdade esteja a ser favorável, ainda não podemos cantar vitória. Nos próximos meses teremos que seguir com atenção se a tendência observada se consolida, especialmente nos segmentos mais vulneráveis da população, e ir ajustando devidamente os esquemas de apoio. Além disso, agora que verificámos que os ERTE (*Layoff*) são um mecanismo que ajuda a preservar o emprego em momentos de crise, é muito importante que os transformemos numa ferramenta com a qual sempre todos os trabalhadores e as empresas possam contar. Na próxima reforma do mercado de trabalho, que será essencial para que a desigualdade continue a diminuir, este deverá ser um dos pontos principais. Está ao alcance das nossas mãos que esta seja uma recuperação menos desigual.

Cronologia

SETEMBRO DE 2021

- 1 Intensifica-se a crise da imobiliária China Evergrande.
- 17 A Moody's reviu em alta a classificação da dívida de Portugal (de Baa3 para Baa2).
- 26 Eleições na Alemanha, que põem termo aos 16 anos da era Merkel.

JULHO 2021

- 6 O Irão informou a Agência da Energia Atómica a retoma da atividade de enriquecer 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 controversa 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 talibans recuperam o poder.
- 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.
- 17 A Comissão Europeia desembolsou os primeiros 2,200 milhões de euros dos fundos NGEU a Portugal.

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 no 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.
- 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.
- 22 Portugal apresenta o seu Plano de Recuperação à Comissão Europeia para aceder aos fundos do NGEU.

Agenda

OUTUBRO DE 2021

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

NOVEMBRO DE 2021

- 2-3 Comité Monetário da Fed.
- 3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 5 Espanha: produção industrial (setembro).
- 9 Portugal: comércio internacional (setembro).
Portugal: volume de negócios na indústria (setembro).
- 10 Portugal: emprego (3T).
- 12 Portugal: *rating* Fitch.
- 15 Japão: PIB (3T).
- 19 Portugal: indicadores coincidentes de atividade (outubro).
- 25 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 29 Espanha: avanço do IPC (novembro).
Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 30 Portugal: distribuição do PIB (3T).

Ventos de estagflação?

As dinâmicas macroeconómicas que uma crise tão especial como a atual acarreta estão a ser difíceis de antecipar. Não é por acaso que estamos a enfrentar a maior divergência das últimas décadas entre a oferta e a procura. Num mundo de cadeias sofisticadas de valor e de *just in time*, a produção global de bens e serviços foi incapaz de responder nos últimos meses, quer ao forte aumento da procura após o final dos confinamentos, quer às alterações nos padrões de consumo dos agentes, provocados pela COVID-19. Os estrangulamentos provocados por estas divergências, em conjunto com a subida dos preços da energia e as perturbações no mercado de trabalho originadas pela pandemia, causaram uma subida inesperada dos preços, como reflete a alteração importante nas previsões de inflação que ocorreu nos últimos meses.

Enquanto em abril o consenso dos analistas antevia que a inflação se situaria este ano nos 2,6% nos EUA e nos 1,6% na Zona Euro, o prognóstico aumentou agora para 4,3% e 2,2%, respetivamente. Por enquanto, quase um semestre após terem ocorrido as primeiras surpresas no que respeita à subida dos preços, continua a predominar a visão que esta subida é transitória sendo de esperar, portanto, a sua diluição assim que a oferta se tiver adaptado às novas preferências dos agentes e tenham sido resolvidos os desajustamentos nos mercados da energia e do trabalho. Contudo, quanto mais durar a subida de preços, mais difícil será revertê-la. É preciso ter em conta que os agentes económicos podem suportar uma erosão transitória das suas margens ou do rendimento disponível, mas se as expectativas de inflação forem afetadas, poderá disparar o risco de efeitos de segunda ordem, sobretudo, quando falamos de deslizamentos inesperados em componentes tão sensíveis do cabaz de consumo como as relacionadas com os preços da energia.

Neste sentido, embora as perspetivas para o inverno não sejam muito tranquilizadoras, pois em mercados como o do gás natural está a ocorrer um desajustamento a nível mundial entre a oferta e a procura, é também verdade que a produção deverá ser capaz de se ajustar à procura a partir da primavera e de provocar uma importante correção nos preços. De qualquer forma, além das tendências a curto prazo, o que se começa a evidenciar é que a transição energética irá ter importantes custos de ajustamento (*greenflation*) os quais se deverão repartir equitativamente entre os agentes.

No entanto, apesar do ruído das últimas semanas, as expectativas de inflação a médio prazo (5Y/5Y) continuam contidas (1,7% na Zona Euro e 2,4% nos EUA), embora se comece a detetar uma leve erosão da confiança das famí-

lias, a qual se está a transmitir às decisões de consumo. Nada alarmante, tendo em conta que o excesso de poupança acumulado nos confinamentos continua a ser muito elevado (6.462 milhões de euros no final do 2T 2021 comparativamente ao final de 2019 em Portugal), o que representa uma reserva importante para enfrentar deteriorações pontuais do rendimento disponível, como o que será de esperar nos próximos meses.

A recente deterioração da combinação crescimento/inflação é fruto das dinâmicas de uma recuperação assimétrica a qual, além disso, continuará sujeita, nos próximos trimestres, a uma elevada incerteza. Estamos ainda muito afastados de um cenário de estagflação parecido com o cenário da década de setenta, que é a grande fonte de preocupação de um bom número de economistas. Em primeiro lugar, porque a economia mundial é muito mais flexível que há 50 anos. Também porque a política económica, especialmente na sua vertente monetária, tem os instrumentos (e a independência) para responder a riscos deste tipo e, sobretudo, porque parece difícil passar do risco de japonização ao estado de estagflação em pouco mais de 18 meses, quando as grandes tendências que nos tinham aproximado a uma situação de impasse secular continuam muito presentes (envelhecimento da população, excesso de poupança sobre o investimento, baixa produtividade, etc.).

Outra coisa diferente são os episódios de instabilidade financeira que o processo de normalização monetária já em andamento poderá provocar (a Noruega, Brasil, México, Colômbia, Peru, Hungria, Rússia, República Checa e a Turquia subiram as taxas de juro em setembro e a Nova Zelândia em outubro). Os problemas da Evergrande na China, além do seu caráter idiossincrático e do seu risco limitado de contágio para o resto do mundo, refletem que a estabilidade financeira irá exigir, pelo menos, tanta atenção como a inflação por parte dos bancos centrais no mundo pós-pandemia.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	0,25	0,75
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,15	0,35	0,85
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,30	0,65	1,45
Dívida pública 2 anos	3,70	0,96	1,63	0,13	0,25	0,50	1,35
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,75	2,00	2,40
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,48	-0,48	-0,48
Euribor 1 mês	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,55	-0,51	-0,48
Euribor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,53	-0,46	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,50	-0,41	-0,34
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,46	-0,35	-0,27
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,70	-0,50	-0,45
Dívida pública 10 anos	4,30	1,69	-0,27	-0,57	-0,30	-0,10	0,20
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,35	-0,11	0,22
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,20	0,06	0,42
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,30	0,50	0,85
Prémio de risco	11	171	71	62	60	60	65
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,49	-0,14	0,26
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,29	0,11	0,52
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,30	0,55	0,90
Prémio de risco	19	334	67	60	60	65	70
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,17	1,19	1,21
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,86	0,84	0,83
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	70,0	65,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	59,8	54,6	52,1

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,8	-3,2	6,2	4,7	3,6
Países desenvolvidos	2,7	1,4	1,6	-4,6	5,6	4,3	2,0
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	6,0	4,1	2,1
Zona Euro	2,2	0,8	1,5	-6,5	5,3	5,0	2,1
Alemanha	1,6	1,3	1,1	-4,9	3,2	4,7	1,3
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	5,9	4,1	2,0
Itália	1,5	-0,4	0,3	-8,9	6,1	5,0	2,5
Portugal	1,5	0,3	2,5	-7,6	4,0	5,1	2,4
Espanha	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	6,2	3,3
Japão	1,4	0,5	0,0	-4,7	2,5	2,2	0,8
Reino Unido	2,9	1,1	1,4	-9,8	6,9	5,7	1,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,1	3,7	-2,1	6,9	5,1	4,9
China	10,6	8,2	6,0	2,3	8,3	5,6	5,4
Índia	7,2	6,9	4,8	-7,0	9,2	7,3	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,4	-4,1	5,3	2,2	2,5
México	2,4	2,1	-0,2	-8,3	6,2	3,0	2,3
Rússia	7,2	1,1	1,3	-3,1	3,8	2,5	2,0
Turquia	5,4	4,9	0,9	1,6	8,3	3,3	3,9
Polónia	4,2	3,5	4,8	-2,6	5,4	5,0	3,0
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,1	3,4	3,0
Países desenvolvidos	2,1	1,6	1,4	0,7	3,3	2,2	1,6
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,2	2,4	1,8
Zona Euro	2,1	1,4	1,2	0,3	2,2	1,7	1,5
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	2,8	2,0	1,6
França	1,8	1,3	1,3	0,5	2,1	1,7	1,4
Itália	1,9	1,5	0,6	-0,1	1,7	1,6	1,4
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,2	1,4	1,4
Espanha	3,2	1,4	0,7	-0,3	2,4	1,7	1,3
Japão	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,7	0,7
Reino Unido	1,9	2,4	1,8	0,9	2,1	1,9	1,7
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,1	5,7	4,9	4,0
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,3	1,4
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,0	5,5	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	7,3	4,5	3,5
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,4	3,9	3,5
Rússia	14,2	8,2	4,5	4,9	6,3	4,4	4,1
Turquia	27,2	9,1	15,5	14,6	17,3	14,2	11,0
Polónia	3,5	1,9	2,1	3,7	4,1	3,0	2,5

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,3	2,6	-5,8	4,6	4,1	2,2
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,5	0,7	0,4	4,6	0,5	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-1,2	5,4	-1,8	5,4	7,3	7,9
Bens de equipamento	6,2	2,7	4,3	-6,1	12,7	8,4	8,5
Construção	-1,9	-3,5	7,2	4,7	4,1	5,6	4,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	2,8	-4,6	4,8	4,2	3,0
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,0	-18,7	5,8	9,6	5,5
Importação de bens e serviços	3,6	2,5	4,7	-12,0	7,5	6,7	6,6
Produto interno bruto	1,5	0,3	2,5	-7,6	4,0	5,1	2,4
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,0	1,2	0,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	6,6	7,0	7,0	6,9	6,8
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	0,3	0,0	1,2	1,4	1,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-0,7	-0,5	-0,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	1,2	1,8	1,9
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,5	0,1	-5,7	-4,8	-3,0	-1,5

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,1	0,9	-12,2	6,0	5,3	2,6
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,2	1,0	-0,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,5	4,4	10,0	4,8
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	13,4	8,0	3,6
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-1,0	11,0	5,5
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,3	-0,4	1,6	-8,7	5,1	5,1	2,4
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,1	11,3	9,9	6,2
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	12,4	7,0	3,6
Produto interno bruto	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	6,2	3,3
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,7	2,3	-7,5	5,5	3,8	2,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,0	14,1	15,5	15,1	14,0	13,0
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	0,7	-0,3	2,4	1,7	1,3
Custos de trabalho unitários	3,0	0,2	2,4	5,3	-0,5	0,2	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,7	1,5	1,6	1,7
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,1	2,6	1,1	1,7	1,8	1,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,3	-2,9	-11,0	-8,2	-5,6	-4,2

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

Previsões

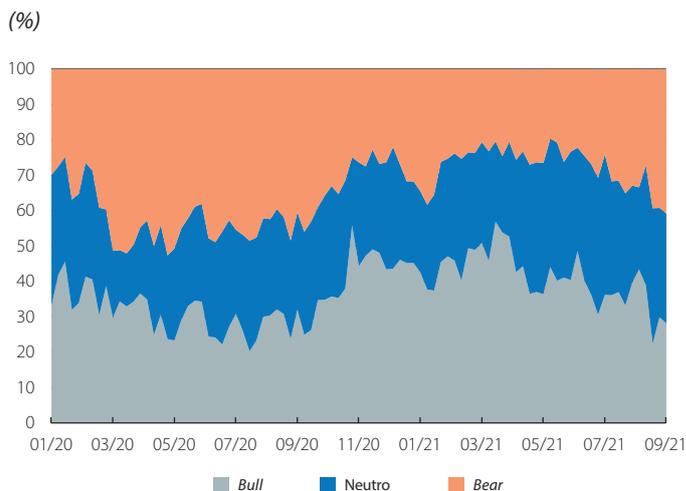
Os bancos centrais centram as suas atenções nos mercados financeiros

Os investidores fixam-se na retirada dos estímulos monetários, na China e no mercado do gás. Após o verão, o foco dos mercados financeiros continua a ser a recuperação económica e a estratégia dos bancos centrais para retirar os estímulos monetários implementados após a eclosão da pandemia. Por um lado, o BCE decidiu reduzir o ritmo de compras de ativos que efetua através do PEPP, enquanto a Fed anunciou que, se os dados mantiverem a dinâmica esperada, iniciará neste mesmo ano o processo de *tapering* tendo sugerido uma possível subida das taxas de juro no próximo ano. Estas mensagens motivaram um aumento das taxas de juro soberanas, embora muito mais moderado que o observado no princípio do ano devido ao facto de que, tanto a partir de Washington como de Frankfurt, se tem vindo a insistir em descrever a atual subida da taxa de inflação como transitória. O mercado do gás, com um aumento do preço sem precedentes, e as dúvidas sobre a saúde do setor imobiliário na China (principalmente da empresa Evergrande) foram os outros elementos de destaque do mês, quer pelas suas implicações nos mercados financeiros quer na economia global.

As bolsas travam a euforia do verão. Em setembro, os principais índices bolsistas retrocederam generalizadamente, quer nas economias avançadas (descendo dos seus recentes máximos históricos) quer nas economias emergentes (com perdas mais severas). As bolsas foram arrastadas, sobretudo, pelas dúvidas relativamente ao gigante chinês Evergrande. Este conglomerado, com especial presença no setor imobiliário, há meses que se encontra em dificuldades que recentemente se acentuaram pela agenda de saneamento financeiro das autoridades chinesas. Em setembro, a falta de pagamento de várias das suas obrigações financeiras semeou dúvidas sobre um possível contágio ao setor financeiro chinês e ao conjunto da sua economia, mas os receios abrandaram no final de mês graças ao apoio do banco central da China na forma de injeções de liquidez nos mercados financeiros.

O gás natural ganha protagonismo no mercado das matérias-primas. Os *stocks* deste combustível fóssil na Europa encontram-se em níveis muito baixos nesta época do ano (cerca de 70% face aos 90% do ano passado). Para esta pouca acumulação de existências contribuiu, entre outras, a menor oferta de gás recebida da Rússia, as interrupções na produção nos EUA, o aumento da procura de gás nos países asiáticos, na China entre eles, e as dinâmicas relacionadas com o gás natural liquefeito, que permite o transporte do gás a grandes distâncias através do comércio marítimo. Este último elemento origina a que países com um grande consumo de eletricidade, como os asiáticos, possam abastecer-se de gás produzido em pontos de oferta que habitualmente descarregavam na Europa. Assim, o preço do gás aumentou nas principais referências globais (a TTF holandesa, referência na Europa, regista +90% e +384% até

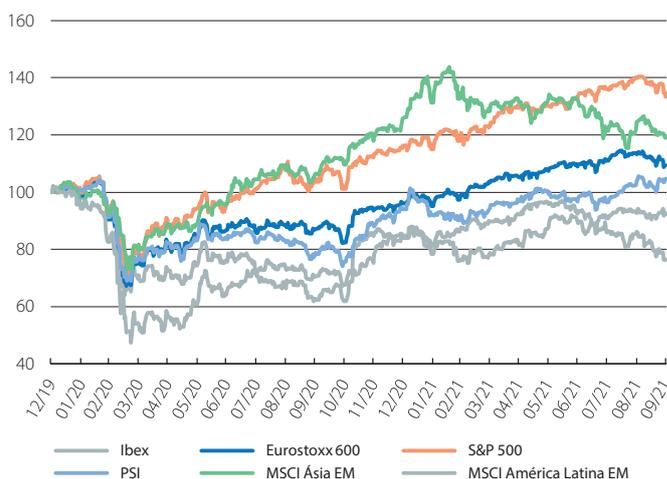
EUA: sentimento de mercado



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

Bolsas internacionais

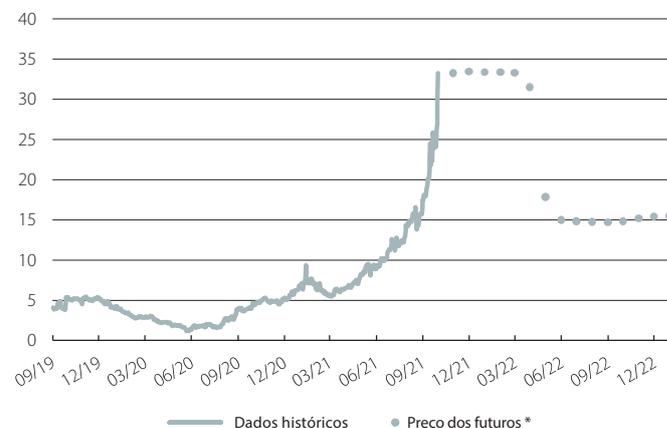
Índice (100 = dezembro 2019)



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

Preço do gás

Dólares por MMBtu



Notas: * Contratos futuros cotados nos mercados financeiros no dia 30 de setembro. Utilizamos a referência TTF, uma das principais na Europa.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

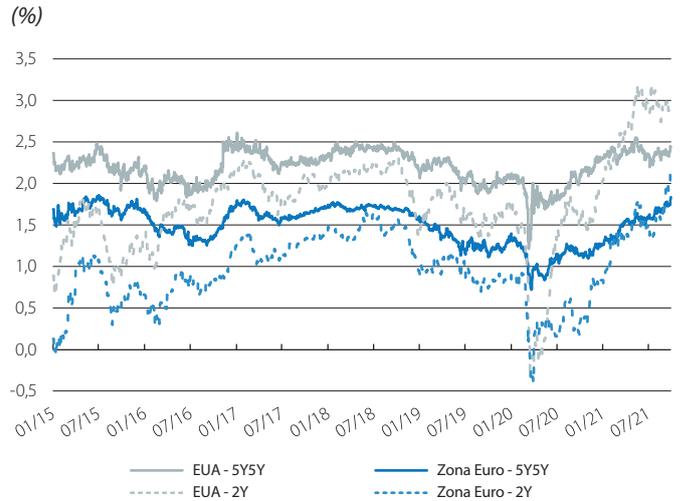
agora, este mês e este ano, respetivamente) e os futuros cotados em mercados sugerem que ele aumentará ainda mais. Contudo, após o inverno, o preço do gás deverá voltar a níveis mais normais. Por seu turno, o preço do barril de Brent foi contagiado pelo aumento do preço do gás, tendo-se situado acima dos 78 dólares.

O BCE melhora as suas perspetivas económicas e reduz o ritmo do PEPP. Após a reunião de setembro, o BCE anunciou que durante o 4T reduzirá o ritmo de compras de ativos do PEPP, que atualmente atinge os 80.000 milhões de euros mensais. Esta decisão foi justificada pela revisão em alta das previsões do PIB e da inflação da Zona Euro, assumindo que poderá manter o ambiente financeiro acomodaticio com uma menor presença nos mercados financeiros. No entanto, a instituição monetária não ofereceu qualquer pista sobre como será o fim do PEPP e se, como espera o consenso dos analistas, o APP ganhará mais importância durante 2022. No respeitante à subida da inflação, Christine Lagarde afirmou que os fatores que a explicam são de natureza transitória (efeitos de base, estrangulamentos e aumento da componente energética, principalmente) e espera que estes fatores se diluam no decorrer da primeira metade de 2022, pelo que o BCE não acha conveniente a existência de uma reação exagerada a elementos que não deverão ter um efeito importante sobre a meta de inflação a médio prazo.

A Fed iniciará o tapering este ano e sugere uma possível subida de taxas de juro em 2022. Por sua vez, a Fed manteve em setembro o intervalo oficial das taxas de juro em 0,00%-0,25% e as compras de ativos a um ritmo mensal de 80.000 e 40.000 milhões de dólares em *treasuries* e em MBS, respetivamente. Não obstante, o presidente Powell confirmou que foi alcançado um acordo entre os membros do FOMC para iniciar a redução de compras de ativos (*tapering*) a curto prazo e concluí-la em meados de 2022 (sempre e quando os dados evoluírem em linha com o projetado). Além disso, na atualização das previsões de taxas de juro, o gráfico dos *dots* mostrou que o FOMC está dividido acerca da possibilidade de antecipar a primeira subida em 2022 e que o votante médio considera que deverão ser efetuadas três subidas adicionais em 2023 e 2024.

As taxas de juro refletem a retirada de estímulos dos bancos centrais. Tanto na Zona Euro como nos EUA as taxas de juro sobre a dívida soberana aumentaram fortemente face aos anúncios da Fed, do BCE e aos dados económicos que dão continuidade à recuperação económica. Assim, o *bund* alemão e o *treasury* norte-americano a 10 anos aumentaram ambos 18 p.b., uma subida que se torna pequena em comparação com as subidas ocorridas no 1T do ano, quando os receios que a inflação das principais economias avançadas disparasse fizeram com que o *treasury* a 10 anos se situasse acima de 1,70%. Por seu lado, os prémios de risco periférico desceram, de uma forma generalizada, enquanto o dólar valorizou face à maior parte das moedas das economias avançadas e emergentes, fazendo com que o euro flutuasse abaixo dos 1,16 dólares (o valor mais baixo no corrente ano).

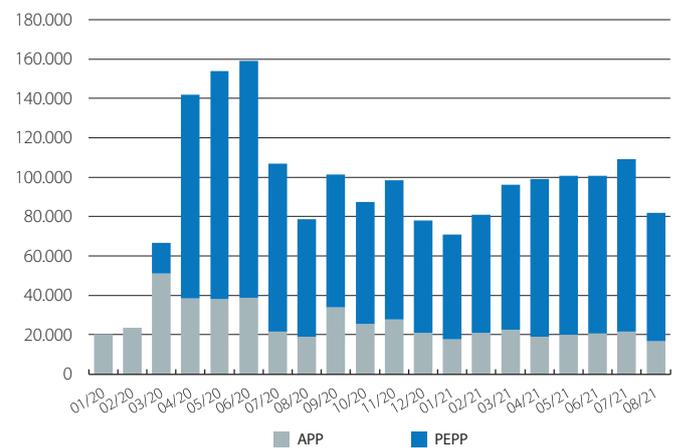
Expectativas de inflação segundo os swaps de inflação



Nota: Mostramos os swaps de inflação de cinco em cinco anos (5YSY) e da média de 2 anos (2Y). **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

BCE: compras de ativos líquidos

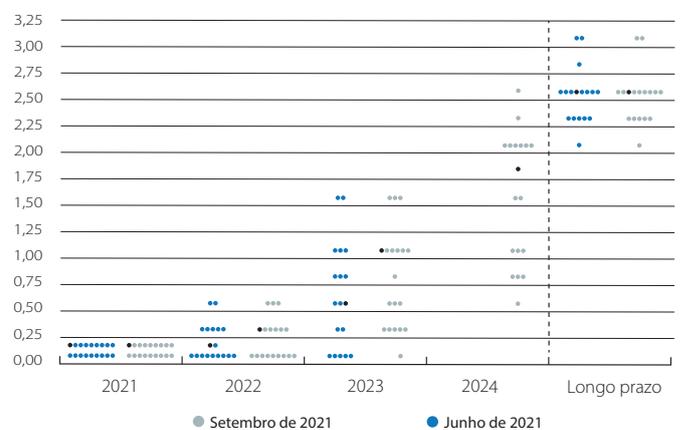
(Milhões de euros)



Nota: APP refere-se ao Asset Purchase Programme, em vigor desde 2014, e PEPP ao Pandemic Emergency Purchase Programme, implementado após a eclosão da pandemia. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do BCE.

Reserva Federal: evolução esperada das taxas de juro

(%)



Nota: Cada ponto representa um votante do Comité Monetário da Reserva Federal. O votante médio está marcado a preto. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

Acerca da normalização da política monetária

A crise da COVID-19 foi um choque a nível global, sendo o seu impacto económico bastante desigual por países, o que reflete diferenças nas estruturas produtivas e na resposta das políticas públicas. Dada a assimetria, não surpreende que o processo de recuperação também esteja a ser muito heterogéneo, exacerbado pela discriminação que foi o acesso à vacinação e aos contínuos novos ressurgimentos do vírus.

Deste modo, no final do 2T 2021, são poucos os países que puderam recuperar o nível de atividade anterior à pandemia. Entre os países avançados destacamos os EUA, cujo PIB supera já em 0,9% o nível do 4T 2019. Por sua vez, o rápido controlo da emergência sanitária na China permitiu-lhe registar um crescimento positivo já em 2020. Contudo, inclusivamente na China, o PIB não conseguiu ainda recuperar o nível que teria alcançado na ausência do vírus. De facto, visto desde este prisma, denominado *output loss*, nenhum país mostra um saldo positivo, tal como ilustramos no primeiro gráfico¹.

A política monetária, num ponto de viragem

À medida que a vacinação avança, a recuperação económica está a dar lugar a alterações na política monetária. Nos países desenvolvidos já não se fala de novos estímulos mas sim em quando iniciar a eventual retirada², enquanto nos mercados emergentes alguns países já subiram as taxas de juro oficiais.

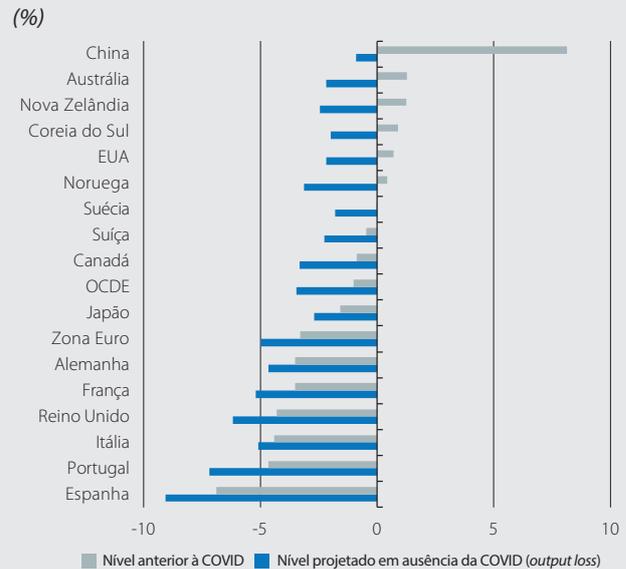
É que este processo de normalização está a ser, tal como a própria recuperação económica, heterogéneo por países devido a vários fatores. Em primeiro lugar, existem diferenças no estado e nas perspetivas da recuperação económica em cada país, tal como ilustra o segundo gráfico. As necessidades de estímulos monetários parecem menos urgentes nos EUA, por exemplo, onde se projeta que a economia alcance o seu potencial no final deste ano. Em contraste, na Zona Euro o ciclo económico encontra-se mais atrasado (espera-se que o *output gap* permaneça em terreno negativo até finais de 2022), o que fornece uma menor pressão ao BCE para iniciar a retirada de estímulos.

Um segundo fator é a persistência de pressões inflacionistas no processo de reabertura como consequência, em parte, do que foi comentado no ponto anterior e dos desequilíbrios temporários entre a procura e a oferta (acentuados pela poupança acumulada durante a pandemia e pela exposição aos estrangulamentos nas cadeias de produção global). Neste âmbito destacam-se também

1. O *output loss* corresponde à variação entre o nível observado do PIB no 2T 2021 em comparação com o nível projetado para esse período no final de 2019, considerando as previsões da OCDE.

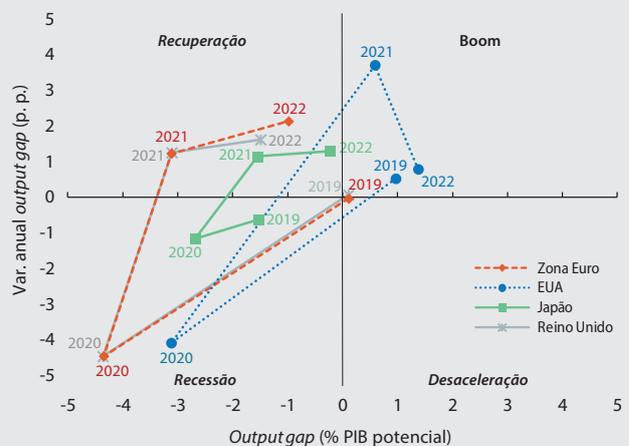
2. A estratégia persegue, primeiro, o fim das compras líquidas de ativos e, posteriormente, as subidas das taxas de juro oficiais.

PIB do 2T 2021: distância relativamente ao nível anterior à COVID e output loss



Nota: O *output loss* corresponde à diferença em nível do PIB em comparação com as projeções realizadas pela OCDE antes do início da pandemia (outubro de 2019).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE.

Posição no ciclo económico e trajetória



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

os EUA, onde a inflação excedeu em mais do dobro o objetivo do banco central.

Por último, existem outros desequilíbrios idiossincráticos, que vão desde o risco de bolhas em determinados setores, como o setor imobiliário³, a outros desequilíbrios macroe-

3. Os preços da habitação aumentaram significativamente na maior parte dos países avançados. Não obstante, o risco associado a esta subida não possui o mesmo peso na função de reação dos bancos centrais: tem uma maior relevância nos países nórdicos, como a Noruega ou a Suécia, e na Austrália ou na Nova Zelândia, país onde os preços da habitação foram recentemente incluídos no mandato do banco central. Espera-se que na Zona Euro este setor ganhe importância na tomada de decisões do BCE, como resultado da revisão estratégica.

conómicos que alteram a posição externa. Este último elemento afeta principalmente as economias emergentes, que neste ano viram as suas moedas desvalorizar face ao dólar, à medida que os mercados financeiros integram expectativas de um menor impulso monetário nos países avançados. Para minimizar os riscos associados a este reajustamento (que se poderia materializar num choque negativo de liquidez externa)⁴, alguns bancos centrais começaram já a subir as taxas de juro oficiais (como os da Rússia, México, Brasil ou Hungria, entre outros).

As nossas perspetivas para o grupo de países avançados

Com estes elementos, podemos agrupar os bancos centrais dos países desenvolvidos em três grupos.

No primeiro grupo temos os países mais avançados no ciclo económico e/ou que apresentam sinais significativos de aceleração no mercado imobiliário: Nova Zelândia, Noruega, Austrália e Canadá. Espera-se que os seus bancos centrais iniciem o processo de normalização monetária durante este ano. Em todos os países já foi reduzido o ritmo de compra de ativos e antecipam-se subidas das taxas de juro na Nova Zelândia e na Noruega (a primeira subida foi já anunciada em setembro).

No segundo grupo encontramos os EUA e o Reino Unido, países cujas economias se expandiram fortemente na primeira metade de 2021 graças ao rápido avanço na vacinação e que registaram subidas significativas da taxa de inflação, inclusivamente mesmo se os fatores explicativos forem de cariz transitório. Nos EUA, estes fatores fazem indicar uma política monetária menos expansiva. Não obstante, a implementação do novo quadro estratégico da Fed, centrado numa recuperação inclusiva do pleno emprego e na ancoragem das expectativas de inflação, permitiu uma estratégia muito gradual de retirada. Em qualquer caso, achamos que um maior progresso no mercado de trabalho permitirá à Fed iniciar a redução de compras líquidas de ativos nos próximos meses e começar a subir as taxas de juro em 2023. No Reino Unido, o Banco de Inglaterra finalizará as compras líquidas este ano, com uma possível subida das taxas de juro oficiais no início de 2023 ou inclusivamente antes (os mercados situam-na na primeira metade de 2022).

Por último, no terceiro grupo localizamos a Zona Euro e o Japão, economias que se encontram atrasadas no processo de recuperação. Para o BCE, esperamos que as compras líquidas de ativos continuem até, pelo menos, 2023, enquanto situamos a primeira subida de taxas de juro no

final de 2024. No Japão, espera-se que tanto a política de controlo da curva de taxas de juro como as taxas de juro oficiais se mantenham sem alterações no futuro previsível.

Neste caso, independentemente do grupo em que se encontre a economia, todas irão testar a resiliência da recuperação global e estarão expostas aos riscos próprios da normalização da política monetária, num contexto muito incerto ligado à evolução da pandemia. Precisamente, o conjunto de medidas implementadas pelas autoridades monetárias foi um fator essencial para evitar que, até agora, a crise sanitária se transformasse numa crise financeira. Dependerá em grande medida da estratégia que os bancos centrais adotarem na sua transição para a «nova normalidade» que ela se mantenha assim.

4. Ver o Focus «Perspetivas das economias emergentes: uma recuperação desigual» na IM05/2021.

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,55	-0,55	0	0,0	-4,0
Euribor 12 meses	-0,49	-0,50	1	1,1	-3,9
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,67	-0,66	-1	3,8	-7,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,69	-0,71	2	1,1	2,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,20	-0,38	18	37,0	33,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,46	0,34	12	41,2	23,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,36	0,21	14	32,5	13,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,13	0,12	1	-10,8	-10,3
Libor 12 meses	0,24	0,23	1	-10,5	-12,1
Dívida pública a 1 ano	0,07	0,06	1	-3,6	-4,3
Dívida pública a 2 anos	0,28	0,21	7	15,4	14,7
Dívida pública a 10 anos	1,49	1,31	18	57,4	78,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	50	45	5	2,2	-8,4
Itraxx Financeiro Sénior	57	52	5	-2,4	-20,0
Itraxx Financeiro Subordinado	110	100	10	-1,1	-41,9

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,158	1,181	-1,9	-5,2	-1,2
EUR/JPY (ienes por euro)	128,880	129,920	-0,8	2,1	4,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,859	0,1	-3,9	-5,1
USD/JPY (ienes por dólar)	111,290	110,020	1,2	7,8	5,7

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	553,7	559,6	-1,1	24,8	37,2
Brent (\$/barril)	78,5	73,0	7,6	51,6	99,9
Ouro (\$/onça)	1.757,0	1.813,6	-3,1	-7,4	-7,5

Rendimento variável

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.307,5	4.522,7	-4,8	14,7	28,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.048,1	4.196,4	-3,5	13,9	26,9
Ibex 35 (Espanha)	8.796,3	8.846,6	-0,6	9,0	30,2
PSI 20 (Portugal)	5.460,8	5.417,1	0,8	11,5	33,6
Nikkei 225 (Japão)	29.452,7	28.089,5	4,9	7,3	27,9
MSCI emergentes	1.253,1	1.308,7	-4,2	-3,0	15,8

A vacinação avança, embora a recuperação global siga a um menor ritmo

A recuperação está, temporariamente, a perder impulso. Os últimos indicadores mostram que a velocidade de recuperação do primeiro semestre é moderada, ao mesmo tempo que a inflação se situa, na maior parte dos casos, bastante acima dos objetivos dos bancos centrais. Não obstante, a reativação não se encontra comprometida, uma vez que a maioria das economias continua a avançar a um ritmo significativo. A evolução da pandemia continua a ser uma das chaves do cenário económico estando, neste sentido, dependente das campanhas de vacinação. As economias desenvolvidas encontram-se na liderança, embora também não estejam todas ao mesmo ritmo: A Europa é agora o melhor aluno (com 62% da população com a vacinação completa), enquanto os EUA estagnaram a partir do verão (55%). Entre os grandes países emergentes, a China lidera o processo (mais de 70% com a vacinação completa), muito à frente da Turquia (51%), do Brasil (41%) ou da Rússia (29%). A boa notícia é que, salvo surjam novas variantes mais agressivas, é muito provável que a nível global seja atingida a imunidade de grupo no verão de 2022, ou graças às vacinas ou por ter sido atingida a imunização após ter sido superada a doença.

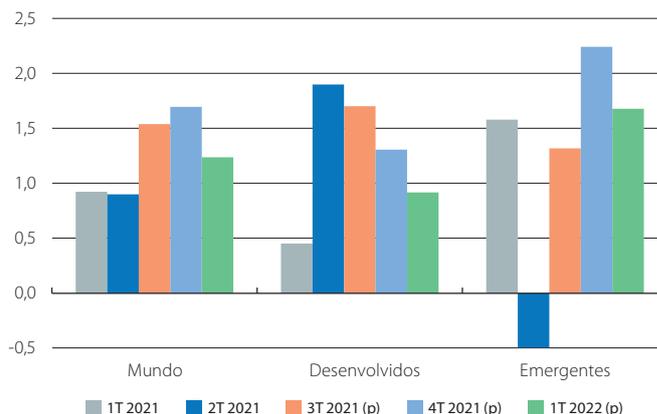
As distorções nas cadeias globais de fornecimentos são a principal ameaça a curto prazo. O forte aumento no consumo, especialmente na indústria, juntamente com as políticas de COVID Zero adotadas na China e noutras economias asiáticas (centrais nas grandes cadeias globais industriais), está a criar problemas de abastecimento de fornecimentos com uma dimensão tão severa que obrigaram a travar, e inclusivamente a parar, a produção nalguns setores industriais (automóvel, computadores e construção estão entre os mais afetados). Além disso, esta distorção está a provocar o aumento dos custos de produção. Esta é uma dinâmica que se encontra nas suas fases iniciais e que se poderá intensificar no futuro, o que poderá agravar um dos riscos mais relevantes na atualidade: o risco das tensões inflacionistas que já se observam nos preços ao consumidor em muitas economias.

EUA

A expansão da variante Delta e as restrições de oferta, fundamentais para o cenário norte-americano nos próximos meses. Após superar já no 2T os níveis do PIB anteriores à pandemia, as perspetivas para o 3T continuam a ser positivas, embora com ritmos de crescimento ligeiramente inferiores (cerca de 1,4% em cadeia). Por um lado, o consumo privado perderá força assim que o impacto dos cheques-estímulo distribuídos no 2T 2021 diluir, as ajudas extra ao desemprego terminarem e o alívio das restrições à mobilidade travarem face ao aumento de casos da variante Delta. Por outro lado, as empresas deverão lidar com a escassez de fornecimentos mencionada, bem como com as dificuldades para cobrir as ofertas de

Evolução do PIB

Varição em cadeia (%)

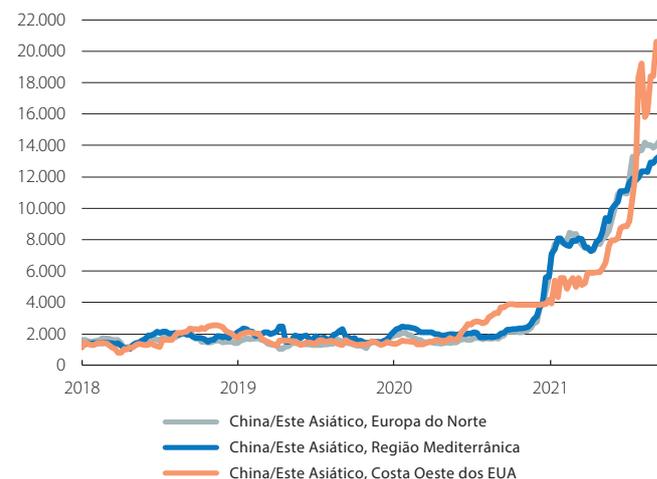


Notas: Os agregados são calculados incluindo apenas as principais economias desenvolvidas e as economias emergentes. Em qualquer caso, os agregados são calculados a preços de mercado e não em termos de paridade de poder aquisitivo. (p) previsões.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Custo do envio de contentores

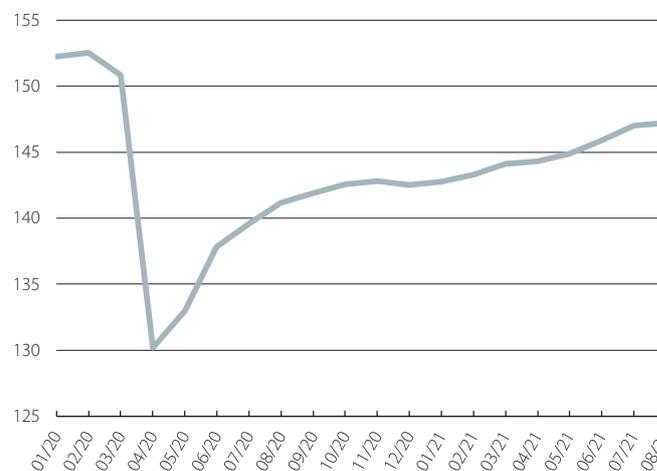
(Dólares por contentores de 40 pés)



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

EUA: total de empregados

(Milhões)



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

emprego. De facto, neste último âmbito, destaque para o facto de cerca de 85% dos empresários norte-americanos declararem que têm dificuldades em cobrir as suas ofertas de emprego. Não obstante, esta escassez de mão de obra deverá diminuir com o final das ajudas extra ao desemprego em setembro. Neste contexto de elevada procura e de perturbações na oferta, a inflação dos EUA desceu ligeiramente em agosto, embora ainda se situasse em níveis historicamente elevados. Especificamente, o IPC geral avançou 5,3% homólogo em agosto, ligeiramente inferior ao mês anterior (-0,1 p. p.) e em linha com as expectativas do mercado, enquanto a inflação subjacente se situou nos 4,0%, menos 3 que o registo de julho. Daqui para a frente, projetamos uma moderação gradual na inflação à medida que for absorvida a procura acumulada e sejam aliviadas as distorções por parte da oferta. No entanto, continuamos a observar um risco substancial da inflação se manter em níveis elevados.

O Congresso enfrenta um outono quente. Quando for publicada esta *Informação Mensal*, deverá ter sido dada a autorização final a uma parte das medidas propostas por Biden, centradas em melhorar as infraestruturas clássicas do país, no valor de 550.000 milhões de dólares (embora no exato momento em que estas linhas estão a ser escritas se tenha atrasado a primeira votação a esse respeito). Além disso, a curto prazo, o Congresso deverá aprovar algum acordo sobre o teto de dívida, dado que em meados de outubro o Tesouro do país poderá ficar sem recursos para assumir os seus pagamentos (ver o Focus «Às voltas com o teto de dívida nos EUA» disponível no site). Finalmente, devem ser definidos os detalhes sobre diversas medidas propostas pela Administração sob os programas *The American Jobs Plan* (que incide sobre as infraestruturas) e *The American Family Plan* (com um foco social) (ver o Focus Ativismo fiscal nos EUA: muito barulho por nada? disponível no site).

ZONA EURO

Avanços muito positivos no processo de vacinação. A Zona Euro acelerou significativamente o processo de vacinação no verão e, por exemplo, Portugal e Espanha têm já cerca de 80% da população com a vacinação completa. Isto explica que, em termos de atividade, a variante Delta esteja a causar menos prejuízos que noutras zonas do mundo. No entanto, é necessário vigiar o impacto negativo que as distorções começam a causar nas cadeias de oferta global, sobretudo nos países com um peso importante do setor industrial nas suas economias, como é o caso da Alemanha (22%). De facto, segundo o Eurostat, a percentagem líquida de empresas do setor na Zona Euro que no 3T 2021 reconheciam limitações na produção por falta de materiais e maquinaria alcançava os 40%, máximo histórico da série (35 anos). Ao mesmo tempo, parece que está a ocorrer uma escassez de mão de obra, outro fator que poderá causar impacto negativo na oferta.

O crescimento da Zona Euro será ainda muito dinâmico no 3T. Estes problemas de oferta estão a começar a ser sentidos na evolução dos principais indicadores de confiança que, na

EUA: IPC

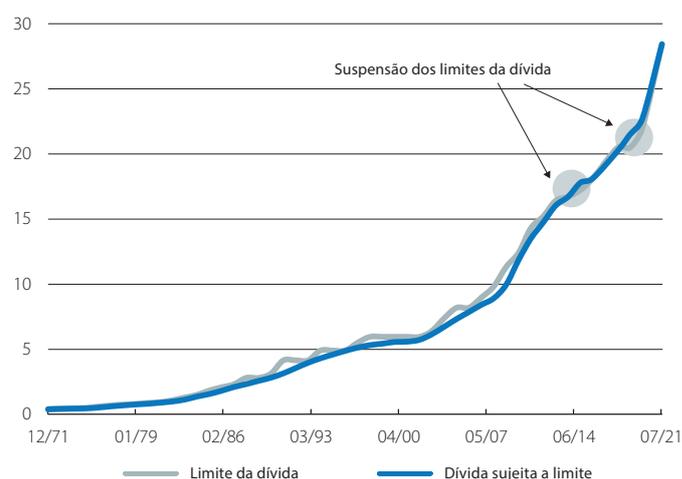
Varição homóloga (%)



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

EUA: teto da dívida

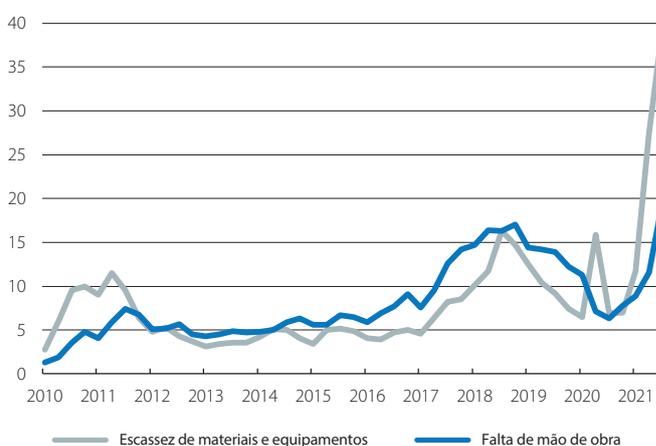
(Biliões de dólares)



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

Zona Euro: fatores que limitam a produção industrial

(% de respostas)



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

maior parte dos casos, caíram novamente em setembro. No entanto, todos eles mantêm níveis bastante elevados e sugerem que o crescimento no 3T seja superior ao do 2T. Isto não acontecerá até ao 4T quando o crescimento reduzir significativamente, em boa parte devido aos problemas de fornecimento global, embora registre taxas muito acima do seu crescimento médio a longo prazo. Além disto, não devemos descartar os riscos de um abrandamento mais abrupto causado pelos estrangulamentos. Neste contexto de dinamismo na procura e de problemas incipientes na oferta, a inflação disparou até ultrapassar os 3,0%, impulsionada também pelo forte aumento do custo da eletricidade provocado pelo aumento do preço do gás e pelos direitos de emissão da UE. Estes fatores irão persistir nos próximos meses, pelo que a taxa de inflação se manterá cerca desses valores no que resta do ano, se bem que esperemos que ela baixe para cerca de 2,0% durante o primeiro semestre de 2022.

EMERGENTES

A China acusa as consequências das suas políticas de COVID Zero e a crise da Evergrande faz aumentar os riscos para os próximos meses. O país onde a pandemia teve início e o primeiro que pareceu tê-la sob controlo está a aplicar uma política de «tolerância zero» com a variante Delta. Estas políticas aumentaram as distorções que já estavam a ser observadas nas cadeias globais de oferta e que, além disso, reduzirão o crescimento do 3T 2021. Outro fator de risco para os próximos meses é a situação financeira delicada da Evergrande: trata-se da segunda maior promotora do país, com ativos equivalentes a 2,0% do PIB chinês e passivos com mais de 300.000 milhões de dólares distribuídos entre 128 bancos e mais de 121 instituições não bancárias. No entanto, estima-se que o risco de contágio financeiro global por incumprimento da empresa seja muito limitado, pois os investidores chineses são detentores de mais de 80% da sua dívida. Além disso, as autoridades chinesas já começaram a atuar para reduzirem as tensões financeiras e assegurarem o fluxo de crédito (o banco central injetou 17.000 milhões de dólares) sendo muito provável que trabalhem para atingir uma reestruturação ordenada. Apesar dos riscos para o crescimento a curto prazo aumentarem, é ainda viável atingir um crescimento de cerca de 8% em 2021.

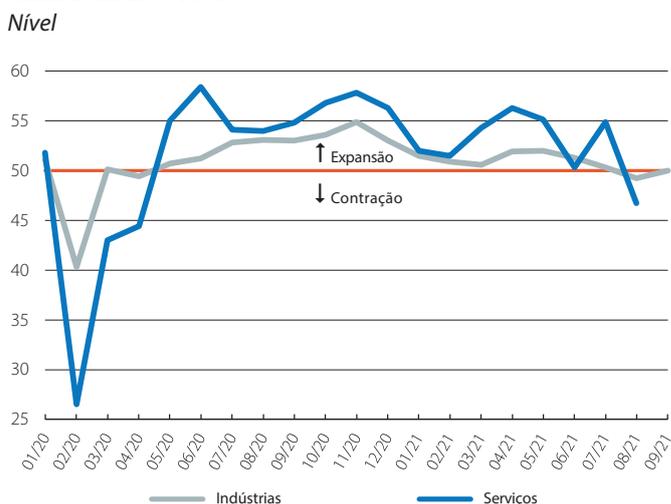
Comportamento desigual das restantes economias emergentes no 3T. Os últimos dados sugerem que o crescimento na maior parte da Ásia emergente também desacelerará significativamente no 3T, sobretudo nos países do sudeste asiático, pois estão bastante atrasados no processo de vacinação e, além disso, apresentam uma elevada dependência do turismo internacional, ainda em apuros. A exceção na Ásia será a Índia, que registrará um importante aumento da atividade no 3T. A Europa emergente também desacelerará no 3T, após um 2T muito dinâmico, sobretudo devido ao abrandamento da atividade industrial, muito afetada pelos problemas de fornecimentos nas cadeias globais. Por outro lado, boa parte da América Latina intensificará o seu crescimento no 3T após um 2T bastante satisfatório.

Zona Euro: índice PMI



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

China: índice PMI



Nota: Os dados do PMI dos serviços correspondem ao mês de agosto.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

Índice de surpresas económicas *



Nota: * Balanço ponderado dos desvios típicos dos erros de previsão, medidos como a diferença entre os dados publicados e a média do consenso da Bloomberg.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv.

A escassez de chips vai continuar durante muito tempo

A escassez de semicondutores (ou chips) e os seus estrangulamentos constituem uma das características mais significativas da economia pós-pandemia. Esta escassez afetou muitos setores industriais e, muito especialmente, a indústria automóvel que na Europa possui um peso elevado. Além disso, contribuiu para os estrangulamentos que estão a pressionar a inflação e que podem prejudicar a atividade. Contudo o que está por detrás deste fenómeno? São estes estrangulamentos nos chips um fenómeno transitório atribuível à pandemia ou também refletem factos estruturais resultantes das características específicas do setor?

Elementos conjunturais

A economia pós-pandemia caracteriza-se por uma forte procura não satisfeita, especialmente no consumo privado, que recebe um impulso adicional por parte do consumo reprimido, retido no período de confinamento. Além disso, a procura da reabertura está a ser mais intensa em bens ligados às tecnologias da informação e comunicação devido ao aumento do teletrabalho e da educação à distância (computadores, tablets, etc.). Estes bens exigem elevadas quantidades de chips. Além disso, uma parte não desprezível desta procura tem sido dirigida à compra de automóveis, que também precisam de semicondutores. Se bem que uma parte deste excesso de procura se deva corrigir nos próximos trimestres, com a normalização dos padrões de consumo e com o dissipar da poupança reprimida, existem outras forças mais estruturais que podem fazer persistir a escassez de chips.

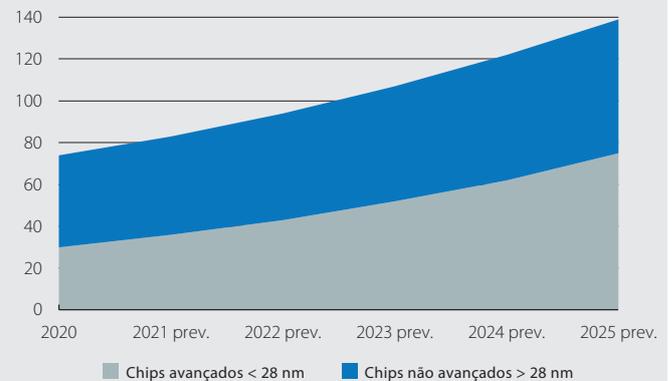
Em primeiro lugar, encontra-se a dissociação tecnológica entre a China e os EUA, que se prolongará nos próximos anos e que cria perturbações nas cadeias de fornecimento de chips. Em segundo lugar, o caminho de mudança para os carros elétricos aumentará também a procura de semicondutores, visto estes veículos utilizarem mais chips que os veículos de combustão interna. Em terceiro lugar, e talvez seja o fator mais importante, está a estrutura idiossincrática do setor dos semicondutores.

O que torna especial o setor dos semicondutores?

As empresas de semicondutores podem dividir-se em três grupos. Os produtores integrados (IDM, *Integrated Device Manufacturers*) como a Intel, a Samsung ou a Texas Instruments, que concebem e produzem ao mesmo tempo; as empresas de conceção não fabricantes (*fabless*, que não produzem *fabs*, placas, apenas concebem) como a Nvidia, a Qualcomm ou a AMD e os fundidores puros (*pure play foundries*), como a Taiwan Semiconductor.

Evolução prevista do mercado de chips: primazia dos chips avançados

(Biliões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Goldman Sachs.

Nesta cadeia de valor dos semicondutores, as *foundries* são o ponto crítico. Isto é assim porque, em primeiro lugar, o elevado custo fixo da produção de chips, especialmente os mais avançados (menos de 28 nm)¹, torna financeiramente muito dispendioso ter as unidades de produção temporariamente paradas (ver o primeiro gráfico). Além disso, este custo elevado implica níveis enormes de investimento, que representam uma grande barreira de entrada. Em terceiro lugar, a complexidade da produção de placas implica um elevado grau de especialização e, além disso, obriga o cliente, neste caso a empresa que as concebe, a fornecer ao fabricante uma grande quantidade de informação sensível se quiser que o produto se adapte às suas especificações. Como consequência, as economias de escala da indústria e os fluxos de informação sensível entre clientes e produtores tendem a fomentar a concentração.

Um mercado concentrado

Boa mostra do papel fundamental das *foundries* no setor é que, nos últimos 20 anos, este mercado cresceu a uma taxa anual de 10% (74.000 milhões de dólares em 2020), enquanto o mercado total de semicondutores cresceu 4% (239.000 milhões de dólares em 2020). O banco de investimento Goldman Sachs espera que a procura de nós avançados (de menos de 28 nm) faça crescer o mercado das *foundries* a um ritmo de 15% anual até 2023 para regressar aos 10% em 2024-2025. Em comparação com o ciclo ante-

1. A complexidade dos chips é medida pelo seu tamanho e a unidade de medida são os nanómetros (nm), milionésima parte do metro. Quanto menos nanómetros tiver um chip, mais avançado ou sofisticado ele é. Os chips mais avançados têm atualmente 3 nm, mas os chips com menos de 28 nm já são considerados relativamente avançados.

rior, a indústria das *foundries* está mais concentrada. A Taiwan Semiconductor é a maior *pure play foundry*. Em 2020, representava 59% do total do mercado de placas, em comparação com os 50% em 2010 sendo que, nos chips muito avançados (de menos de 10 nm, um mercado de 21.100 milhões de dólares) a concentração é ainda maior (a Taiwan Semiconductor fabrica cerca de 90% do total) (ver o segundo gráfico). O segundo fabricante de placas é a Samsung, a uma grande distância. Por seu lado, o *decoupling* tecnológico China EUA que mencionámos deixou muito afetada a chinesa SMIC (Semiconductor Manufacturing International Company), visto que as recentes restrições norte-americanas a impedem de utilizar determinada tecnologia americana.

Para onde vais, Europa?

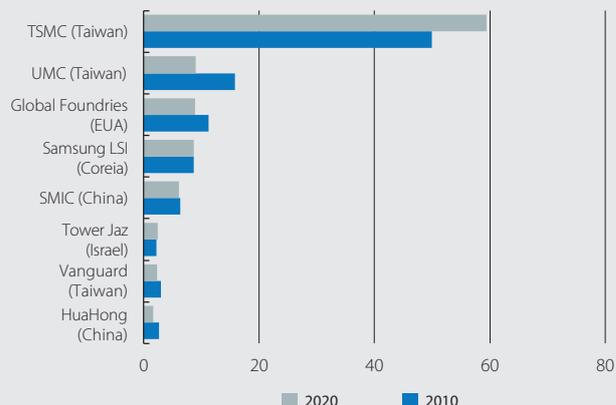
Neste ambiente de escassez estrutural de chips, os grandes gigantes tecnológicos, como as Faang (acrónimo para as principais empresas tecnológicas norte-americanas),² aproveitam a sua maior capacidade de negociação para satisfazerem a sua elevada procura antes de outras indústrias, como a indústria automóvel.

A Europa procura reforçar a sua própria indústria de semicondutores e explorar a possibilidade de desenvolver uma produção europeia de chips. O problema é que o ponto de partida está muito afastado da fronteira tecnológica, especialmente na produção de placas. Isto, aliado às mencionadas exigências de investimento, torna necessário um grande esforço a longo prazo que envolva as principais economias europeias. O dilema europeu reside em procurar soluções conjunturais para aliviar a situação do setor automóvel ou competir diretamente com Taiwan o que, sem alterações drásticas na política, afigura-se como uma quimera.

2. Ou seja, a Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Alphabet.

Fundições de chips (foundries):* quota das empresas

(% do total em dólares)



Nota: * Fundições e fabricantes de placas.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Goldman Sachs.

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	07/21	08/21	09/21
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	13,1	14,3	...
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	93,1	93,8	99,1	122,1	125,1	115,2	109,3
Produção industrial	-0,8	-7,2	-6,7	-4,3	-1,6	14,6	6,6	5,9	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	55,0	59,0	61,4	60,8	59,5	59,9	61,1
Habitacões iniciadas (milhares)	1.295	1.396	1.440	1.575	1.599	1.586	1.554	1.615	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	229	239	249	262	271	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	8,8	6,8	6,2	5,9	5,4	5,2	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	56,1	57,4	57,6	58,0	58,4	58,5	...
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	5,3	...
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,7	1,6	1,4	3,7	4,3	4,0	...

JAPÃO

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
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	37,5	36,7	37,8
Produção industrial	-2,7	-10,6	-12,7	-4,2	-1,5	19,9	13,3	7,6	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-27,0	-10,0	5,0	14,0	-	18,0	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	3,0	3,0	2,8	2,9	2,8	2,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,3	-	0,9	0,8	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	...
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,1	-0,4	0,0	-0,9	-0,6	-0,5	...

CHINA

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
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	8,5	2,5	...
Produção industrial	5,8	3,4	5,8	7,1	24,6	9,0	6,4	5,3	...
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	51,2	51,8	51,3	51,0	50,4	50,1	49,6
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	527	444	525	623	611	604	606	...
Exportações	0,5	3,6	8,4	16,6	48,9	30,7	19,3	25,6	...
Importações	-2,7	-0,7	3,7	5,6	29,0	43,4	28,1	33,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	2,3	0,1	0,0	1,1	1,0	0,8	...
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	6,5	6,5	6,5

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Vendas a retalho (variação homóloga)	2,4	-0,9	2,5	1,6	2,5	12,3	3,1	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-1,3	-8,6	-6,9	-1,4	3,5	23,3	7,7	...	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-14,4	-15,6	-13,7	-5,5	-4,4	-5,3	-4,0
Sentimento económico	103,7	88,2	88,5	91,4	95,3	114,3	119,0	117,6	117,8
PMI indústrias	47,4	48,6	52,4	54,6	58,4	63,1	62,8	61,4	58,7
PMI serviços	52,7	42,5	51,1	45,0	46,9	54,7	59,8	59,0	56,3
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	7,6	7,5	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,2	3,9	4,1	4,1	3,9	3,7	3,6	3,6	...
França (% pop. ativa)	8,4	8,0	8,9	8,0	8,0	8,2	8,0	8,0	...
Itália (% pop. ativa)	10,0	9,3	10,0	9,8	10,1	9,8	9,3	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

Porcentagem 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	07/21	08/21	09/21
Inflação geral	1,2	0,3	0,0	-0,3	1,1	1,8	2,2	3,0	3,4
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,6	0,2	1,2	0,9	0,7	1,6	1,9

Setor externo

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Balança corrente	2,5	2,3	2,2	2,3	2,7	2,8	...	...	...
Alemanha	7,4	7,0	6,8	7,0	7,1	7,3	...	...	...
França	-0,3	-1,9	-1,5	-1,9	-1,7	-1,6	...	...	...
Itália	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5	3,9	...	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	92,3	93,8	95,4	95,5	95,3	94,9	94,2	93,9	93,8

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	07/21	08/21	09/21
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,8	6,3	7,1	7,0	6,4	2,3	1,7	1,5	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,4	3,2	3,1	3,2	3,1	3,9	4,2	4,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,3	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	...
Depósitos									
Depósitos à vista	8,0	12,9	14,1	15,2	16,1	12,3	11,3	11,5	...
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	1,0	1,4	1,0	-0,6	-1,8	-1,5	...
Instrumentos negociáveis	-1,9	9,6	10,2	17,5	12,6	9,9	7,9	9,9	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

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

Portugal: vacinação record impulsiona a recuperação

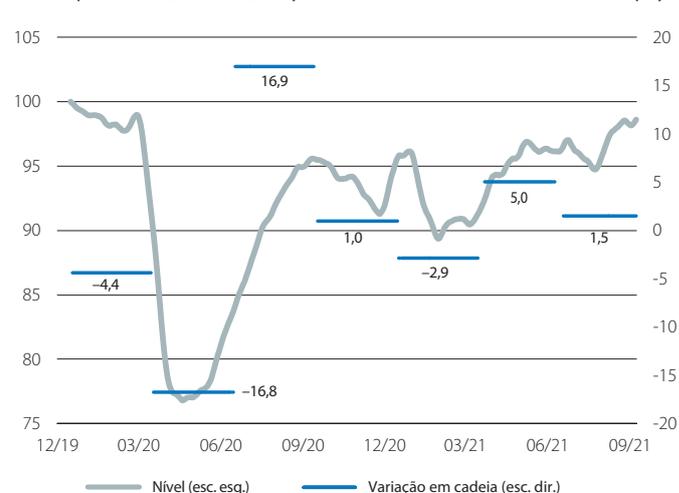
A contração mais acentuada da economia em 2020 adia recuperação dos níveis pré-COVID. O INE reviu os dados para o PIB nacional, que sugerem uma contração de 8,4% em 2020, mais acentuada que na anterior previsão (-7,6%). Esta revisão guarda relação com um impacto da pandemia maior do que inicialmente foi estimado para o alojamento e a restauração e para transportes e armazenagem. Além disso, os dados revistos sugerem um menor consumo das famílias, um menor investimento e menos importações em 2020. Do mesmo modo, a recuperação económica do 2T 2021 foi menos acentuada que a inicialmente prevista (4,5% em cadeia em vez de 4,9%). Com estas revisões, a nossa expectativa é que a recuperação do PIB para níveis pré-COVID aconteça apenas no final de 2022 (anteriormente a expectativa encontrava-se em meados de 2022). Não obstante, as perspetivas continuam a ser positivas: o indicador diário de atividade do Banco de Portugal revela uma redução do *gap* face ao final de 2019 em torno de 2%, ao mesmo tempo que o processo de vacinação está praticamente finalizado (84% da população está totalmente vacinada) e que o plano de desconfinamento entrou na última fase. Neste momento, as máscaras apenas são obrigatórias nalguns locais (como os transportes públicos), o certificado digital já não é necessário para entrar em restaurantes ou alojamentos e todos os estabelecimentos podem agora estar abertos, ainda que, nalguns casos, seja necessário apresentar o certificado digital (como o caso dos bares e discotecas).

O consumo das famílias evolui positivamente, com o apoio do mercado do trabalho e poupanças. O consumo privado recuperou de uma forma significativa no 2T, até se situar 2,9% abaixo dos valores de finais de 2019 (-9,5% no 1T), uma recuperação sustentada pelo consumo de bens duradouros. Esta evolução está em linha com o esperado, dado que a pandemia, as consequentes restrições à mobilidade e um contexto de maior incerteza potencializaram um aumento considerável da poupança das famílias. Por isso, é normal que o desconfinamento e a recuperação dos níveis de emprego (em agosto passado foi superado em 0,7% o emprego de agosto de 2019) contribuam para um maior entusiasmo, que se reflete nos indicadores mais recentes. Especificamente, a confiança dos consumidores aumentou em setembro pelo segundo mês consecutivo, até se aproximar dos níveis de finais de 2019, com perspetivas mais positivas quanto à situação financeira do agregado familiar e do país. Ao mesmo tempo, os pagamentos com cartão continuam a superar os valores anteriores à COVID: em agosto, registaram um aumento de 5,7% face a agosto de 2019.

O mercado imobiliário continua sólido. No 2T foram efetuadas 52.855 transações de casas, mais 24% que no mesmo período de 2019, tendo os preços acelerado relativamente aos três primeiros meses do ano, com uma variação homóloga de 6,6%, (5,2% no 1T). Por sua vez, os indicadores mais recentes como a avaliação bancária e a variação dos preços calculados pela Confidencial Imobiliário sugerem que no 3T o ritmo de crescimento

Portugal: indicador de atividade diária (DEI)

Índice (100 = dezembro 2019)



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

Portugal: pagamentos eletrónicos

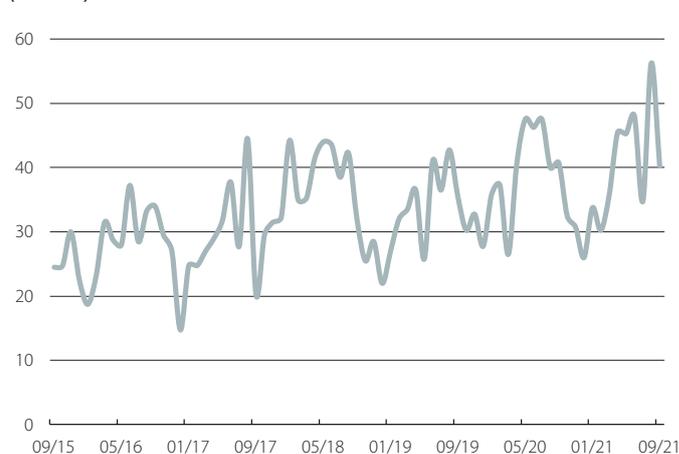
(Milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da SIBS Analytics.

Portugal: pesquisas de habitação no Google (popularidade)

(Pontos)



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

dos preços se manterá elevado, embora um pouco mais moderado que no 2T. O possível aumento da procura por parte dos não residentes, dada a proximidade do fim dos vistos *gold* nos principais centros urbanos (de acordo com o Google Trends, a popularidade das pesquisas de habitação em Portugal está a aumentar), juntamente com condições de financiamento muito favoráveis e com o aumento moderado da oferta justificarão a solidez do mercado.

O turismo regista em agosto um recorde de dormidas de residentes. De acordo com os dados do INE, Portugal atingiu em agosto o número mais elevado de dormidas de residentes (4,2 milhões) desde que existem registos. Este número confirma o que já se estava a verificar nos últimos meses: que o turismo de residentes é o grande motor da recuperação da atividade turística nacional. Relativamente a julho, o número total de hóspedes subiu 54,7%. A totalidade das dormidas em julho e agosto supera já o número de dormidas de todo o 3T de 2020. Também o número acumulado de hóspedes de janeiro a agosto supera já os números de 2020, embora seja ainda inferior em 58% ao valor para o mesmo período de 2019. Paralelamente, o número de voos nos aeroportos nacionais foi em setembro 49% superior ao registado no mesmo mês de 2020 e apenas 8% inferior ao do mês de agosto. Este costuma ser um indicador que evolui paralelamente ao turismo de não residentes, o que permite imaginar um mês de setembro ainda forte neste capítulo.

As contas públicas continuam contagiadas pela pandemia. A intervenção, sem precedentes, do Estado para proteger as famílias e as empresas dos efeitos económicos mais devastadores da pandemia continua a refletir-se nas contas públicas, de modo que a dívida das Administrações Públicas alcançou em julho os 274.585 milhões de euros (+3,7% homólogo), 130,9% do PIB, e ainda assim, uma redução de 4,3 p. p. relativamente ao final de 2020. Por sua vez, o défice até agosto agravou-se para 4,9% do PIB (4,7% no mesmo período de 2020), uma deterioração que é explicada pelo aumento da despesa superior ao aumento das receitas (+5,1% e 4,7%, respetivamente). As medidas contra a COVID-19 atingiram 2,9% do PIB em agosto (4.052 milhões de euros). As medidas com impacto nas transferências correntes (como o *Layoff*) continuam a ser as mais relevantes e atingem, até agosto, mais de 41% do total das medidas contra a COVID.

Moratórias prestes a terminar. Em agosto, a totalidade dos empréstimos em moratória atingiu os 36.339 milhões de euros. Os empréstimos em moratória a particulares representavam 11,1% da carteira de crédito deste segmento e aumentavam para 28,5% no caso das empresas. Entre setores de atividade, destaque para a importância das moratórias para o setor do alojamento e da restauração. Convém lembrar que as moratórias atualmente em vigor terminaram no final do mês de setembro, mas prevê-se uma transição suave para a situação de reatamento dos pagamentos regulares. Efetivamente, o Estado colocou à disposição uma linha de crédito de 1.000 milhões de euros que permite garantir uma parte do crédito que está em moratória e que precise de reestruturação. Além disso, os bancos têm estado a acompanhar de perto os clientes, para anteciparem qualquer possível dificuldade.

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

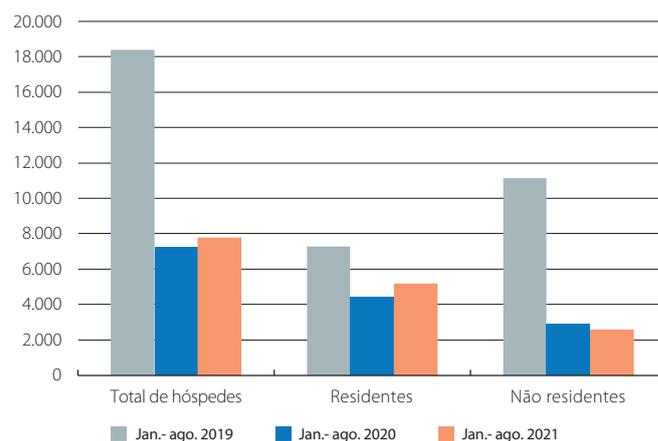


Nota: *Dados das contas públicas.

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

Portugal: número de hóspedes relativamente à pré-pandemia

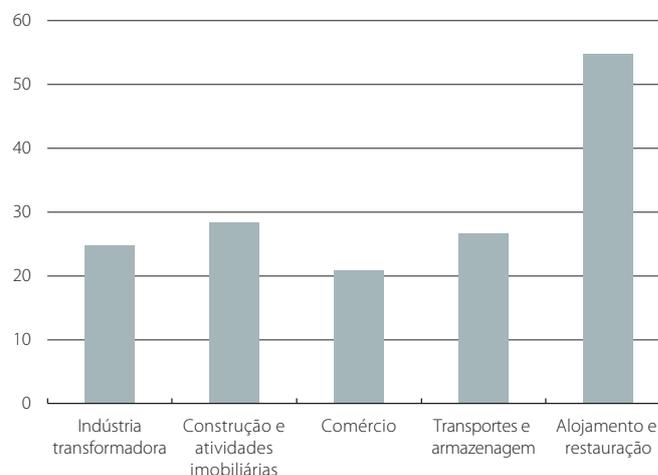
(Milhares de hóspedes, acumulado do ano)



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.

Comércio eletrónico em Portugal na pandemia: amortecedor para a quebra do consumo?

É relativamente consensual que, durante a crise Covid-19, se assistiu a um avanço do comércio eletrónico. Existe a perceção generalizada de que as famílias passaram a comprar na internet parte do que compravam presencialmente. Neste focus analisamos o caso de Portugal¹, tentando clarificar aspetos como: o comércio *online* mitigou a quebra do consumo das famílias? Estavam (estão) as empresas portuguesas preparadas para fazer negócio desta forma? Mudaram os hábitos dos consumidores nacionais? É previsível que o comércio eletrónico ganhe terreno face ao retalho tradicional?

Começamos com retrospectiva sobre o ano de 2020. O impacto direto da doença, os sucessivos confinamentos e restrições à mobilidade e socialização, o agravamento do mercado de trabalho e o aumento da incerteza das famílias sobre os seus rendimentos, justificaram a quebra do consumo das famílias (menos 5,8% face a 2019, a preços constantes), sendo que a compra de bens alimentares foi o único componente do consumo que não assistiu a uma redução, tendo inclusive aumentado 4,7%. Alguns dados do comércio com transações físicas (levantamentos e compras *onsite*) confirmam aquilo que verificamos nas contas nacionais. No período do 1º confinamento (18 março a 3 maio 2020) em termos homólogos ocorreu uma variação de -11% do nº de cartões com transações² e -5% no 2º confinamento (15 janeiro a 17 março 2021). Nos cartões que foram utilizados o nº de transações mensais também diminuiu.

Estes números atestam a redução do comércio físico (com exceção das compras de bens alimentares essenciais) e a vontade dos consumidores manterem distanciamento social. Dados do Eurostat confirmam esta visão: a percentagem de indivíduos em Portugal entre os 16 e 74 anos que efetuaram compras *online* de bens e serviços nos últimos 12 meses passou de 39% em 2019 para 45% em 2020, crescimento superior à tendência de crescimento verificada entre 2010 e 2019. De acordo com informação da SIBS (principal operadora portuguesa na área dos serviços de pagamentos) divulgada pelo Banco de Portugal³, foi observável um aumento do número de transações *online* e da sua representatividade no número total de compras, principalmente nos períodos de estado de emergência – em fevereiro de 2021 o número de compras *online* representou 19% do número total de compras (10% em feverei-

1. Sobre este tópico, mas relativamente a Espanha, leia-se o seguinte artigo: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/actividad-y-crecimiento/transicion-e-commerce-durante-pandemia-todos>.

2. «365 dias de pandemia – retrato das alterações nos hábitos de consumo dos Portugueses» – SIBS analytics (Março de 2021).

3. Boletim económico – Maio de 2021.

Indivíduos que realizaram compras online nos últimos 12 meses (%)



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

IVNCR (produtos não alimentares): vendas por internet Índice (100 = 2015)



Nota: IVNCR - Índice do Volume de Negócios, Emprego, Remunerações e Horas Trabalhadas no Comércio a Retalho.

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

ro de 2020). Também no IVNCR do INE⁴ podemos observar para os produtos não alimentares um extraordinário incremento das vendas feitas por correspondência, internet e outros meios, a atingir picos em dezembro de 2020 (207,6 pontos) e março de 2021 (220,9 pontos). Sendo claro o crescimento do comércio *online* e a procura de bens e serviços por esta via, torna-se importante perceber em que ponto está o lado da oferta. Ou seja, em que medida as empresas portuguesas estão capacitadas para transferir consumo *onsite* para *online* e criar nova procura *online*.

Antes de mais, importa quantificar e caracterizar a presença *online* das empresas portuguesas⁵. De acordo com dados do Eurostat, o número de empresas portuguesas

4. IVNCR - Índice do Volume de Negócios, Emprego, Remunerações e Horas Trabalhadas no Comércio a Retalho – Junho de 2021.

5. Com mais de 10 empregados e excluindo empresas do setor financeiro.

com *website* no qual possibilitam a funcionalidade de efetuar encomenda ou reserva *online* verificamos uma percentagem baixa, 8% das empresas portuguesas contra 20% das empresas da Zona Euro. Mas a infraestrutura que permitirá aumentar as vendas *online* existe e está em crescimento: o número de empresas portuguesas com *website* passou de 59% em 2019 para 62% em 2020.

Por outro lado, segundo um estudo da ACEPI⁶, metade das empresas portuguesas tem presença em *Marketplaces* (como a Amazon, a Dott ou o OLX). Esta poderá ser a grande razão para a fraca aposta de vendas via *website*: o universo empresarial português composto sobretudo por pequenas empresas não necessita dessa forma de grandes recursos próprios ou investimento inicial para poder efetuar comércio eletrónico.

Os valores estimados pela ACEPI indicam um aumento de 21% no comércio eletrónico B2C⁷ para 7,4 mil milhões de euros em 2020 o que representou 3,6% do PIB⁸. Contudo, não é possível aferir que parte desse valor se refere a transferência de consumo «tradicional» para consumo *online* e que parte se refere a consumo «novo» gerado pelos meios eletrónicos. De qualquer forma é seguro afirmar que haverá uma fatia significativa deste valor que se teria perdido na sequência dos confinamentos caso não existisse o comércio eletrónico.

As vantagens do comércio eletrónico são conhecidas. Para as empresas, acesso a novos mercados e desenvolvimento de novos modelos de negócio. As empresas que desenvolvem comércio eletrónico têm maior produtividade e conseguem uma maior proporção de exportações nas suas receitas⁹. Para os consumidores, a ausência da necessidade de se deslocarem para efetuar compras, a facilidade de comparação de preços e acesso a produtos diferenciados que não dispõem em comércio de proximidade. Globalmente, a maior comparabilidade de preços e características de um produto concorrem para um mercado a funcionar de forma mais eficiente. Por outro lado, o comércio eletrónico acarreta também desafios. Para as empresas, ao nível da operação logística e de gestão de stocks, do marketing, do acesso a telecomunicações de boa qualidade e da adaptação a novas formas de interagir com os clientes. Para os consumidores, literacia digital e aumento dos conhecimentos sobre como se devem proteger no universo *online* relativamente aos *websites* que visitam e aos meios de pagamento. Para os Estados, ao nível da tributação e na adaptação da legislação de forma a proteger os agentes económicos envolvidos no negócio *online*.

6. ACEPI – Associação Economia Digital/IDC – Economia Digital em Portugal (edição 2020).

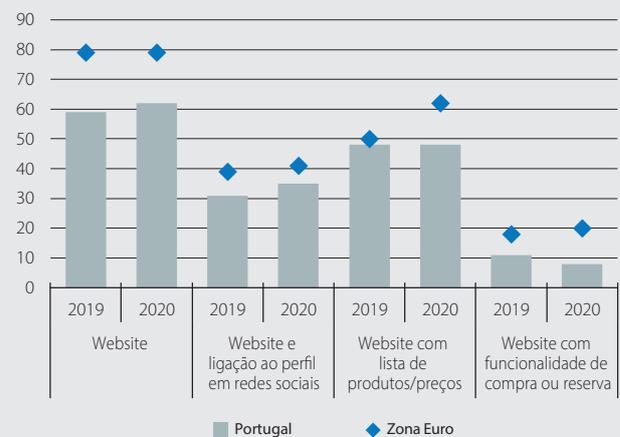
7. *Business to Consumer*.

8. Preços correntes.

9. Ver Tidiane Kinda (2019). «E-commerce as a Potential New Engine for Growth in Asia». IMF Working Paper.

Empresas portuguesas: caracterização da presença online

(%)



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

A situação pandémica, os confinamentos e o teletrabalho (pela facilidade de receção de encomendas no domicílio) reforçaram esta forma de fazer negócio. É expectativa das empresas e consumidores efetuar mais transações em formato eletrónico no futuro. A substituição geracional terá também o seu papel à medida que um maior número de consumidores se sinta confortável no universo digital. Ainda assim, o retalho efetuado da forma tradicional manter-se-á importante. O potencial de efetuar comércio *online* não será igual em todos os setores de atividade¹⁰. Ademais, uma compra é um contrato entre duas partes e, principalmente em valores mais elevados, é importante o contacto humano que transmita confiança para a concretização do negócio e na resolução de problemas em contexto de pós-venda. Existirão sempre consumidores que não dispensem a interação pessoal no processo de compra, pelo menos em determinados artigos. Podemos afirmar seguramente que o *e-commerce* veio para ficar e intensificar-se. As empresas como parte da sua estratégia *omnichannel* não poderão deixar de marcar presença no mercado dessa forma. O desafio será fazer a correta interação entre o retalho em loja e o retalho *online* através daquilo que é designado no campo do marketing como as estratégias «ROPO» – «Research Online & Purchase Offline». Para além do mais, neste contexto de interação entre o *online* e o *offline* as lojas físicas podem ter um duplo papel. Por um lado, a existência de lojas *flagship* ou *concept* que apresentam da melhor forma a gama de produtos de uma marca e oferecem uma experiência de compra diferenciada. Por outro lado, a loja que funciona como um ponto de logística, onde o consumidor poderá recolher e devolver artigos que comprou *online*, aproveitando os circuitos existentes.

10. Por exemplo, em 2020 apenas 10% dos portugueses que fizeram compras online indica ter adquirido medicamentos. Ver fonte da nota 6.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
Índice coincidente para a atividade	1,1	-5,0	-4,8	-2,7	1,0	...	2,6	2,7	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-6,9	-2,1	-0,8	25,0	...	0,8	-9,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-14,7	-13,6	-5,0	-1,5	0,4	-1,5	-3,3
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	15,4	0,7	12,8	43,9	-29,0	...	-10,4	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	-5,7	1,0	0,5	58,3	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	10,4	8,3	6,0	6,2	8,5	...	8,3	8,2	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-76,2	-76,2	-86,7	-74,2	...	-66,8	-55,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-19,5	-19,1	-9,9	5,5	2,6	6,9	7,2
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-1,9	-7,5	16,0	...	2,1	3,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,2	-5,4	-4,7	-0,4	4,7	...	6,8	7,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,2	-24,4	-17,3	-13,6	-14,1	-13,8	-12,9
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	-1,9	-1,2	-1,3	4,5	...	4,8	3,8	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	7,0	7,3	7,1	6,7	...	6,6	6,4	...
PIB	2,7	-8,4	-6,8	-5,7	16,2	...	...	...	...

Preços

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
Inflação global	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	0,5	0,2	0,9	0,8	0,9	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	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,3	-10,3	-8,0	9,5	...	11,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-14,8	-14,8	-15,7	1,5	...	5,3	...	...
Saldo corrente	0,9	-2,2	-2,2	-2,1	-1,5	...	-1,9	...	...
Bens e serviços	1,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,8	...	-4,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,3	1,3	1,4	2,3	...	2,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,8	0,0	0,0	0,1	0,5	...	1,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	07/21	08/21	09/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	14,8	18,8	10,1	10,6	8,7	...	8,4	9,2	...
À vista e poupança	-2,9	1,4	18,8	18,5	15,3	...	15,2	16,5	...
A prazo e com pré-aviso	5,6	-21,0	1,4	2,4	1,3	...	0,9	1,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,2	9,0	-21,0	-23,6	-15,0	...	-18,8	-12,2	...
TOTAL	-0,1	4,6	9,0	9,4	7,8	...	7,4	8,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-3,7	10,5	4,6	5,1	4,4	...	4,4	4,2	...
Empresas não financeiras	-1,3	2,1	10,5	11,0	7,2	...	6,9	6,2	...
Famílias - habitações	16,5	-1,2	2,1	2,6	1,0	...	1,2	1,4	...
Famílias - outros fins	-4,7	-4,2	-1,2	-1,0	9,4	...	9,6	9,3	...
Administrações Públicas	-0,3	4,2	-4,2	-5,1	4,5	...	3,6	3,3	...
TOTAL	6,2	4,9	4,2	4,7	4,4	...	4,4	4,2	...
Taxa de incumprimento (%)²	6,2	4,9	4,9	4,6	4,3	...	...	...	...

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

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

Sinais de expansão sólidos em Espanha no terceiro trimestre

A evolução epidemiológica favorável permitiu o levantamento das restrições, reduzindo desta forma o impacto da pandemia na atividade económica. Os dados mostram uma crescente dissociação entre contágios, hospitalizações e falecimentos, à medida que a percentagem de população imunizada foi crescendo, a qual já atinge os 76,8%. A incidência acumulada continua a descer e situa-se em níveis reduzidos, 59 contágios por 100.000 habitantes, em comparação com os 276 de há um mês; a percentagem de ocupação nos hospitais por pacientes COVID caiu para 2% no final de setembro, face aos 6% do mês anterior e as mortes semanais por milhão de habitantes descem para 2,5 em relação aos 7,5 no final de agosto.

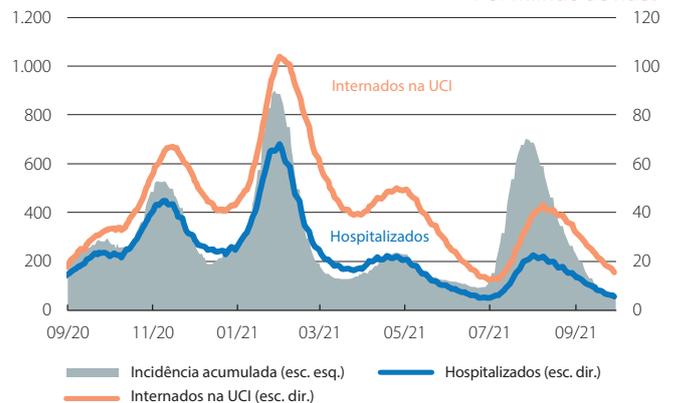
Significativa revisão em baixa do crescimento do PIB do 2T 2021, desde os 2,8% em cadeia estimados inicialmente para 1,1%, fundamentalmente devido ao menor avanço do consumo privado e do investimento, juntamente com um maior crescimento das importações relativamente ao inicialmente anunciado. Como consequência, a distância do PIB relativamente aos níveis anteriores aumenta para 8,4% em comparação com os 6,8% anteriores. Como resultado desta revisão, e embora as perspectivas de crescimento para os próximos trimestres não piorem, ajustamos o nosso cenário para os próximos anos. Para o conjunto de 2021 limitamos a previsão de crescimento do PIB para 5,0%, enquanto para 2022 efetuamos uma revisão de mais 2 décimas, para 6,2%, devido a um atraso no aparecimento da procura reprimida.

Os indicadores de atividade mostram que os sinais de expansão continuam a ser sólidos e que a recuperação foi ganhando impulso até agosto, se bem que em setembro seja observada uma ligeira moderação dos ritmos de avanço, uma situação que é normal após o forte impulso que teve lugar com o fim do estado de emergência. Por um lado, os índices de sentimento PMI da indústria e dos serviços situaram-se em setembro em 58,1 e 56,9, respetivamente, níveis ligeiramente inferiores aos máximos de junho, embora acumulem já seis meses consecutivos em terreno de expansão (acima dos 50 pontos). Por seu lado, o indicador de consumo do CaixaBank avança 12% em setembro relativamente ao mesmo mês de 2019, após ter atingido um pico de máximo crescimento em agosto (13%), taxas em qualquer caso marcadamente superiores às taxas do 2T, quando este indicador apenas se situava 3% acima dos níveis de 2019.

O mercado do trabalho consolida a sua recuperação e aproxima-se dos níveis anteriores à pandemia. Após cinco meses de subidas, o número de empregados registados na segurança social, corrigido da sazonalidade, superou já em setembro o nível de fevereiro de 2020 (19,5 milhões), ao qual teremos que acrescentar a redução de 22.482 trabalhadores afetados pelo ERTE (*Layoff*) para uma média de 248.797 pessoas em setembro. O emprego efetivo (inscritos ajustados sazonalmente, descontando os trabalhadores em ERTE/*Layoff*) encontra-se apenas em 160.000 pessoas para regressar aos níveis anteriores à pandemia, registando no conjunto do 3T um crescimento trimestral de 3,3%, face aos 1,8% observados no 2T, o que susten-

Espanha: contágios e pacientes COVID hospitalizados (Incidência acumulada de 14 dias)

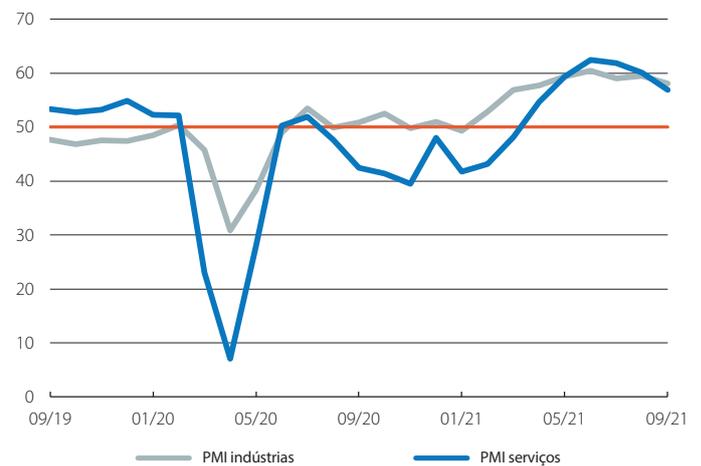
Por 100.000 hab.
Por milhão de hab.



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: indicador de consumo do CaixaBank *

Variação relativamente ao mesmo período de 2019 (%)



Notas: * Este indicador inclui a despesa e os levantamentos com cartões emitidos pelo BPI e pela despesa de não clientes em TPAs do CaixaBank. No caso dos cartões estrangeiros também estão incluídos os levantamentos em caixas automáticas do CaixaBank. Os dados para setembro de 2021 incluem a média das primeiras quatro semanas.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

tará as perspetivas de aceleração do crescimento do PIB no trimestre que acaba de terminar.

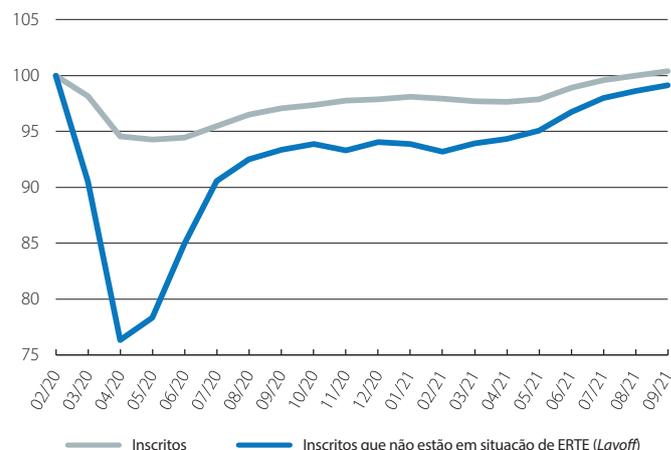
A inflação sobe para 4% em setembro, o nível mais elevado desde 2008. Pelo sétimo mês consecutivo a inflação subiu 7 décimas, impulsionada fundamentalmente pela componente energética e especialmente pela eletricidade. Por seu turno, a taxa de inflação subjacente, que não inclui os alimentos não transformados nem os produtos energéticos, mostra também um caminho ascendente, embora mais contido que a taxa de inflação global devido ao encarecimento dos serviços relacionados com o turismo e com a restauração, situando-se em 1%, 3 décimas mais que em agosto, sendo a inflação mais alta dos últimos 15 meses. Deste modo, a diferença entre a taxa subjacente e a taxa global (3 pontos) é a mais ampla desde o começo da série, em agosto de 1986. Se bem que na Zona Euro a inflação continue também a subir, esta subida foi menos intensa que em Espanha, pelo que o diferencial de inflação aumentou 6 décimas em setembro. O aumento do custo da eletricidade poderá manter-se durante os próximos meses, devido aos preços que os futuros da eletricidade estão a marcar até ao 1T 2022. A previsão do CaixaBank Research para a inflação média anual em 2021 sobe para 2,4%, com riscos que tendem a aumentar, devido aos preços da energia. Contudo, a subida da inflação apresenta por enquanto um caráter predominantemente transitório, sem que se percebam efeitos de segunda ordem e com expectativas de inflação a longo prazo que se mantêm alicerçadas.

A melhoria da balança comercial permite aumentar o superavit da balança corrente. Nos primeiros sete meses do ano, a balança corrente registou um superavit de 4.554 milhões de euros, 15,8% mais que no mesmo período de 2020 mas ainda longe dos valores de 2019 (14.033 milhões). A melhoria da balança corrente é explicada pela correção do défice comercial, que caiu 11,2% homólogo para os -6.995 milhões: é preciso retroceder até 1987 para encontrarmos um défice comercial inferior em janeiro-julho. Para tal contribuiu a excelente evolução da componente não energética (superavit de 5.202 milhões face aos 1.142 milhões em 2020), em contraste com o aumento intenso do défice energético, 35,2% até aos -12.197 milhões. Por outro lado deterioraram-se, quer a balança de rendimentos, cujo défice aumenta 9,9% para 6.868 milhões, quer a balança do turismo, cujo superavit caiu 13,2% para 5.539 milhões, o número mais baixo da série (que começa em 1993) neste período.

A recuperação das receitas facilita a correção do défice público. Nos sete primeiros meses do exercício o Estado registou um défice de 4,2% do PIB face aos 5,4% do ano anterior, graças ao aumento de 14,4% homólogo das receitas, com uma elevada subida da cobrança do IVA (+16,5%). No entanto, as despesas aceleram o seu ritmo de crescimento para 3,3% (+2,5% até julho), principalmente pelo aumento das transferências para outras Administrações Públicas e pela subida dos consumos intermédios, devido à despesa em vacinas. Embora a COVID-19 continue a ter um impacto considerável nas contas públicas de 2021 (devido aos ERTE/Layoff, prorrogados até fevereiro de 2022, às ajudas a empresas e à despesa em saúde), a recuperação económica contribuirá para a redução do défice público em 2021, podendo situar-se cerca dos 8,2% do PIB (10,1% em 2020 sem o Sareb).

Espanha: inscritos média mensal *

Índice (100 = fevereiro 2020)

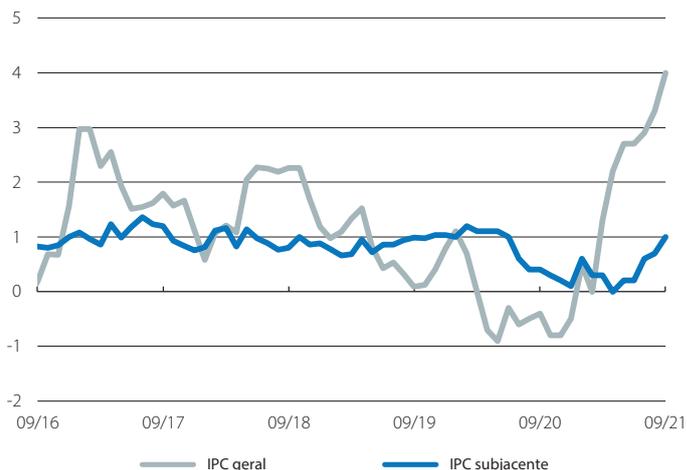


Nota: * Séries ajustadas de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério de Empleo e Seguridad Social espanhol.

Espanha: evolução do IPC

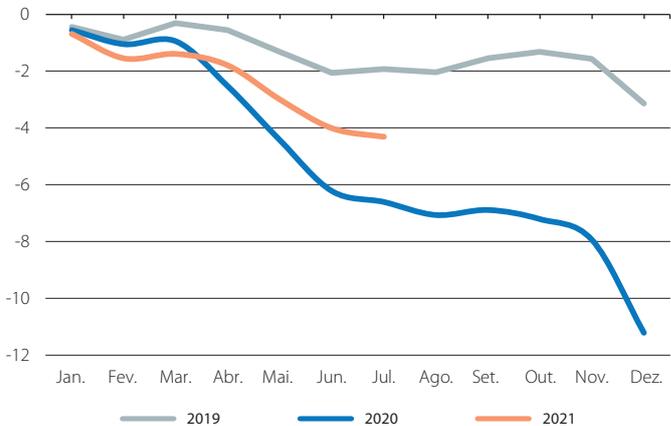
Variación homóloga (%)



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

Espanha: capacidade/necessidade de financiamento das Administrações Públicas *

(% do PIB)



Nota: * Saldo consolidado sem organismos locais.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Intervención General de la Administración del Estado espanhol (IGAE).

O setor das exportações em Espanha: uma perspetiva de valor acrescentado

Na última década, a transformação da economia espanhola foi especialmente visível no setor externo. Passou da perda de competitividade e de sofrer défices de crescimento em 1997-2007 (o défice da balança corrente chegou a superar os 9% do PIB) para recuperar competitividade e conseguir que, desde 2012, o saldo externo seja sempre positivo (+1,8% na média 2012-2020). Para entender melhor o modo como esta transformação irá ajudar a economia após a pandemia, analisamos a trajetória das exportações a partir de uma nova perspetiva.

O valor acrescentado das exportações espanholas

Num ambiente de cadeias de produção fragmentadas, de crescente «servisificação»¹ e digitalização da economia e do comércio internacional – onde os bens finais incluem cada vez mais serviços nas suas cadeias de valor, os serviços tornam-se, por si mesmos, mais comercializáveis e as empresas integram mais intensivamente nos seus processos produtivos as tecnologias da informação e da comunicação –, é importante entender a evolução das exportações espanholas a partir de uma perspetiva do seu valor acrescentado. O valor acrescentado doméstico (VAD) das exportações oferece-nos uma medida do valor que os trabalhadores e as empresas espanholas acrescentam aos produtos e serviços que exportam². Entre 2005 e 2015, o VAD espanhol acumulou um crescimento de 38%, um número especialmente de destaque num contexto de dupla recessão em que o valor acrescentado bruto (VAB) do conjunto da economia apenas avançou 4% (ver o primeiro gráfico).

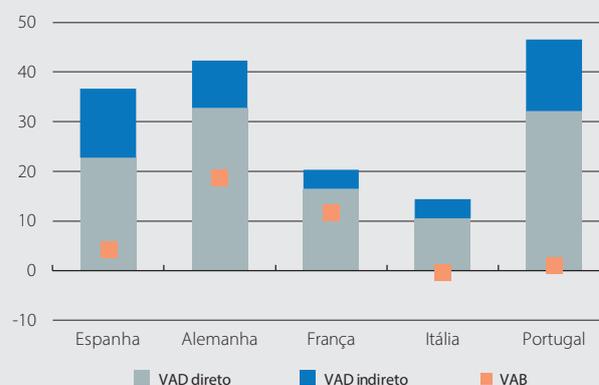
Além disso, podemos distribuir o VAD das exportações entre o VAD direto, o valor acrescentado criado nos setores finais de exportações de cada país e o VAD indireto, criado noutros setores considerados intermédios em cada cadeia de valor, mas que acrescentam valor às exportações de bens e serviços «finais». Com esta distinção, vemos que o crescimento do VAD das exportações espanholas se destaca pela elevada contribuição do VAD indireto, responsável por 16 p.p. do crescimento total do VAD exportador, muito acima do observado noutros países europeus (como 5,5 p.p. em França e 9 p.p. na Alemanha).

1. Ver como exemplo WTO (2019), «World Trade Report 2019: The future of services trade» e Miroudot, S. e Cadestin, C. (2017), «Services in Global Value Chains: From inputs to value-creating activities», OECD Trade Policy Papers 197.

2. O VAD das exportações espanholas representa 77% das exportações brutas. A média da UE é de 68%, com uma variação entre quase 80% na Alemanha, França ou Croácia e cerca de 40% em países como o Luxemburgo ou Malta. Por setores, o VAD representa uma maior proporção das exportações brutas nos serviços (79% em média nos países da UE), enquanto na indústria o VAD representa 62% das exportações, em média.

Evolução do VAB e do VAD das exportações

(%, variação do VAB e contribuições para a variação do VAD entre 2005 e 2015)



Notas: O valor acrescentado doméstico (VAD) direto mede a contribuição de exportadores finais ao VAD. O VAD indireto mede a contribuição de «exportadores intermédios», ou seja, de empresas e trabalhadores que participam na cadeia de valor mas que não são exportadores finais de um determinado produto. Em agregado, o VAD indireto fornece uma medida do efeito de arrastamento das exportações.

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

Internacionalização e valor acrescentado: poder de arrastamento e serviços

De que forma cresceram estas exportações? Por setores, os principais exportadores em termos de VAD são os serviços comerciais e a reparação de veículos, os produtos químicos e minerais não metálicos, os equipamentos de transporte e vários serviços empresariais. Se diferenciarmos entre o VAD direto (originado diretamente no setor) e o indireto (originado noutros setores, mas integrado nas exportações do setor final de exportações), vemos que as exportações do setor industrial se destacam pelo seu efeito de arrastamento. Especificamente, nas indústrias agroalimentares e metalúrgicas o VAD indireto representa cerca de 60% do VAD exportador, superando os 50% na petroquímica e nos bens de transporte. Além disso, entre 2005 e 2015, o setor agroalimentar e os serviços de informação e de comunicação estão entre os que mais viram aumentar o seu efeito indireto, contribuindo de forma significativa para o crescimento da importância relativa destas exportações para a economia espanhola. Destacam-se também os aumentos do VAD direto nos serviços de informação e de comunicação, bem como em serviços comerciais e noutros serviços empresariais, que reforçam a importância destes setores no tecido de exportações espanhol (ver o segundo gráfico).

Uma análise do saldo comercial a partir de uma perspetiva de valor acrescentado oferece-nos uma visão mais precisa da evolução do desempenho do setor externo, permitindo-nos desvendar como cada setor, direta ou indiretamente, adiciona valor acrescentado e em que

medida a sua dimensão externa é significativa para a economia nacional³. Em primeiro lugar, destaque para o facto de todos os setores analisados terem contribuído positivamente para a melhoria significativa do saldo comercial entre 2005 e 2015, exceção feita à categoria de «outros bens industriais» (explicada na sua totalidade pela deterioração do défice externo do setor têxtil). Em segundo lugar, cabe salientar a melhoria significativa nos serviços comerciais e noutros serviços empresariais, o que marca a centralidade dos serviços ao longo de toda a cadeia de valor da economia espanhola, com uma contribuição acrescentada de 4 p.p. para a melhoria do saldo comercial no período (ver o terceiro gráfico). Entre os bens, é de especial relevância o comportamento de alguns setores de indústrias pesadas com grande capacidade de arrastamento, como os bens de equipamento e produtos metálicos. No que respeita às maiores contribuições para o saldo comercial, mantêm-se os serviços turísticos e logísticos, embora seja de assinalar a diminuição da sua contribuição relativa, tanto por uma menor contribuição direta como por um menor efeito de arrastamento.

Quo vadis, VAD?

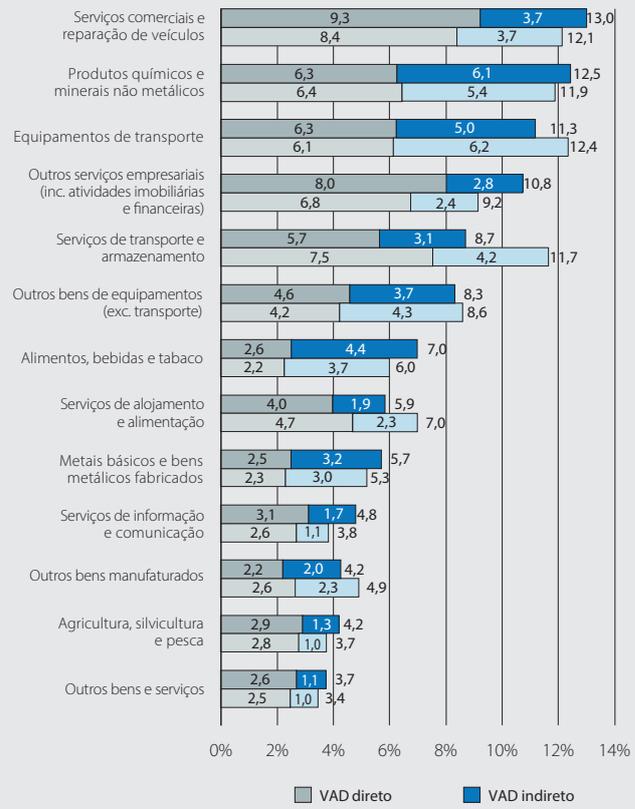
Na última década, a economia espanhola internacionalizou-se e atingiu importantes transformações do seu tecido de exportações. No futuro, a competitividade da economia dependerá da capacidade de sustentar ganhos de produtividade e de arrastar a criação de valor acrescentado nos setores mais dinâmicos para toda a economia. Para além dos ingredientes habituais de investimento na educação, formação e digitalização, também será necessário continuar a aprofundar a integração entre setores. Neste sentido, é importante ressaltar o reforço do papel dos serviços, pela sua capacidade de criação de valor e como mistura de toda a cadeia de produção, e a boa execução dos Projetos Estratégicos para a Recuperação e Transformação Económica (PERTE)⁴, como utensílios particularmente úteis para o sucesso desta missão.

3. Especificamente, o saldo externo setorial em valor acrescentado mede, para cada setor, a diferença entre o VAD nas exportações e o valor acrescentado externo nas importações, o que permite revelar relações comerciais que não são evidentes ao ser observada a relação entre exportações e importações em termos brutos. Ao incluir este saldo externo em valor acrescentado em todos os setores da economia é obtido o saldo comercial em valor acrescentado, o qual poderá divergir da medida «padrão» do saldo comercial que é calculado com os fluxos brutos de exportações e importações.

4. Os PERTE são projetos identificados com grande capacidade de arrastamento para a economia e estão definidos no real decreto-lei espanhol que regula os fundos europeus. Entre as suas principais características, os PERTE devem ter financiamento privado, o qual poderá ser articulado com financiamento público através, por exemplo, de subsídios ou consórcios. Entre os critérios avaliados para declarar um projeto como PERTE estão o seu caráter inovador e a contribuição de valor acrescentado.

Espanha: valor acrescentado doméstico (VAD) das exportações (2005 vs. 2015)

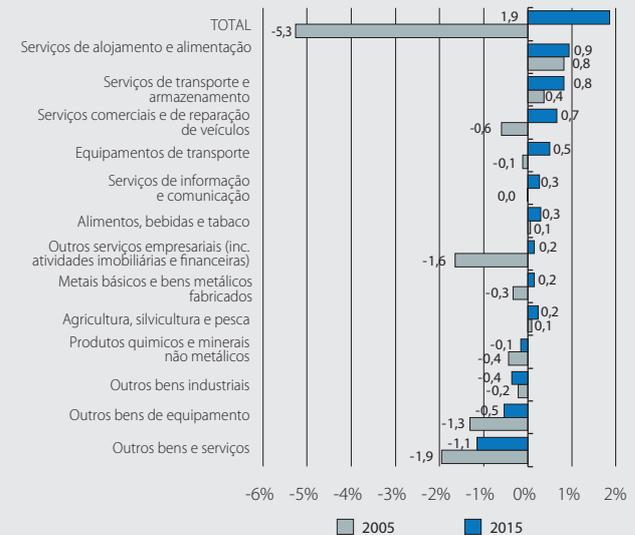
(% do valor acrescentado doméstico total das exportações)



Notas: O valor acrescentado doméstico (VAD) direto mede a contribuição (direta) do setor ao VAD das exportações do próprio setor. O VAD indireto mede a contribuição (indireta) de outros setores ao VAD das exportações do setor. São marcados em cor mais escura os VAD correspondentes ao último ano com dados disponíveis (2015) e em cor mais clara o ano base (2005).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE.

Espanha: saldo comercial em valor acrescentado (contribuições setoriais)

(% do VAB da economia espanhola em 2005 e 2015)



Nota: O saldo externo em valor acrescentado mede a diferença entre o valor acrescentado doméstico na procura final externa e o valor acrescentado externo na procura final interna, em cada setor.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE.

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	07/21	08/21	09/21
Indústria									
Índice de produção industrial	0,7	-9,4	-5,2	-2,2	3,0	28,0	3,3	1,7	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-11,9	-11,0	-7,3	2,5	2,1	1,4	2,7
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	51,4	51,1	53,0	59,2	59,0	59,5	58,1
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-19,1	-19,9	-19,1	-1,8	13,4	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,5	-17,5	-17,2	-17,3	0,6	17,3	...	...
Preço da habitação	5,1	2,1	1,7	1,5	0,9	3,3	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,9	-50,9	-72,7	-85,5	-81,3	-68,2	-55,5	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	47,3	43,0	44,3	58,8	61,9	60,1	56,9
Consumo									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-3,5	-2,9	-0,4	20,4	-0,1	-0,9	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-7,5	-13,2	12,7	661,0	-28,9	-28,9	-15,7
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-26,9	-26,3	-22,1	-11,1	-10,2	-8,5	-8,6
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	4,3	3,6	3,5
PIB	2,1	-10,8	-8,7	-8,8	-4,2	17,5	-	...	...

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	07/21	08/21	09/21
Inflação global	0,7	-0,3	-0,5	-0,7	0,6	2,6	2,9	3,3	4,0
Inflação subjacente	0,9	0,7	0,5	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	...

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	07/21	08/21	09/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-8,9	-10,0	-8,1	8,7	10,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-13,3	-14,7	-14,0	3,3	6,3	...	...
Saldo corrente	26,2	9,3	11,9	9,3	8,3	9,2	9,9	...	...
Bens e serviços	36,5	16,5	19,2	16,5	16,0	16,8	17,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,6	-7,7	-7,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	30,4	13,7	16,3	13,7	12,7	15,5	16,8	...	...

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	07/21	08/21	09/21
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	9,0	8,7	8,9	4,9	4,8	4,8	...
À vista e poupança	10,7	12,3	13,8	13,7	14,1	9,2	9,0	8,9	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-25,0	-26,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	5,2	11,8	11,2	16,3	11,6	13,6	...
TOTAL	5,6	7,1	8,7	8,9	9,1	5,6	5,2	5,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-1,5	1,2	2,0	2,4	2,3	-0,4	-0,5	-0,9	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	7,1	7,9	7,8	-0,7	-1,4	-2,2	...
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,5	0,5	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	0,3	-0,1	-1,8	-0,7	-0,8	-1,6	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	1,1	8,8	9,5	17,4	22,6	22,2	...
TOTAL	-1,7	1,3	1,9	2,7	2,7	0,6	0,9	0,4	...
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.

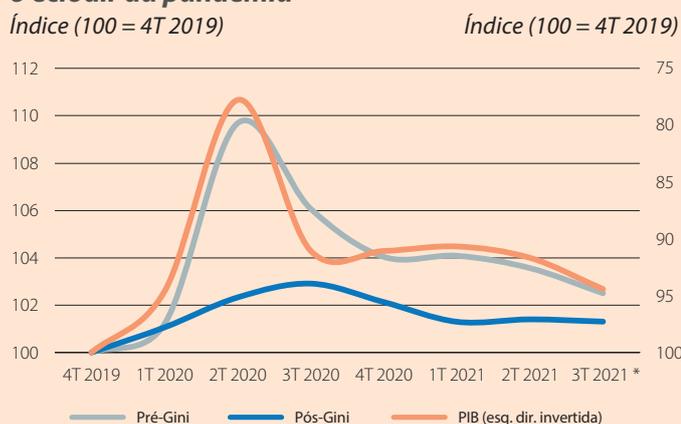
Espanha: estará a recuperação económica a chegar a todos os bolsos?

A recuperação da atividade é finalmente uma realidade palpável, que reflete claramente os principais indicadores económicos. Após ter chegado a situar-se mais de 20% abaixo do nível anterior à pandemia, no 2T 2021 o PIB já tinha praticamente recuperado dois terços do terreno perdido. Contudo, estará a recuperação económica a chegar a todos os bolsos?

A experiência vivida durante a crise imobiliária e financeira não dá motivos para sermos otimistas. Entre os anos 2008 e 2013 o PIB espanhol chegou a cair mais de 8%, tendo isto implicado um forte aumento da desigualdade. O que foi mais preocupante ainda foi o facto da recuperação iniciada a partir de 2014 ter demorado a atingir todas as famílias. Os indicadores de desigualdade baixaram muito lentamente durante os anos posteriores à crise e, de facto, quando no ano passado a pandemia eclodiu, o índice de Gini, o indicador de desigualdade de referência, ainda se encontrava acima do nível de 2008. Esta afirmação é válida tanto para o índice de Gini que mede a desigualdade de rendimentos antes de ter em conta as transferências do setor público (pré-Gini), como para o índice de Gini que analisa a evolução da desigualdade de rendimentos tendo em conta as transferências que o setor público efetua (pós-Gini).

A crise económica criada pela pandemia também originou um forte aumento da desigualdade. O índice pré-Gini aumentou mais de 10 pontos entre os meses de fevereiro e abril do ano passado¹. Em Espanha um aumento histórico, embora se deva referir que o aumento da desigualdade relativamente à queda da atividade foi substancialmente inferior à que ocorreu durante a passada crise imobiliária e financeira. Especificamente, na crise de 2008-2013, por cada p.p. que o PIB retrocedeu, o índice de pré-Gini aumentou 0,9 p.p. Por outro lado, na crise atual esta sensibilidade caiu para metade: por cada ponto do PIB, o índice de pré-Gini variou 0,4 pontos. O aumento do índice de pós-Gini, relativamente à queda do PIB, também caiu para metade. No entanto, além da alteração na sensibilidade dos índices de Gini relativamente ao PIB, é muito relevante que a partir do momento em que a economia começou a recuperar, a desigualdade começou a diminuir sem demora.

Evolução do índice de Gini e do PIB desde o eclodir da pandemia

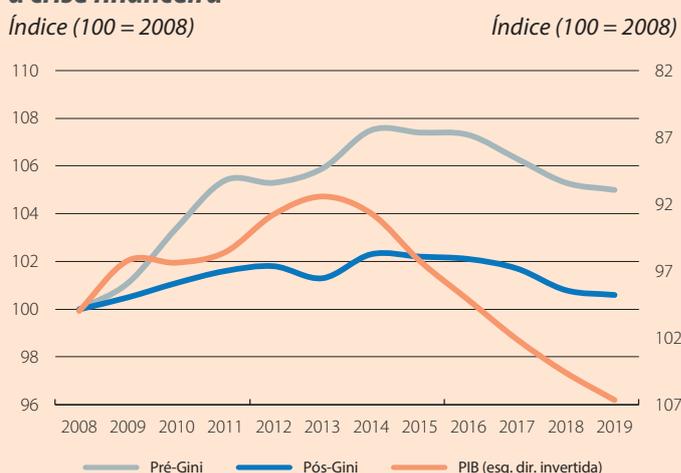


Nota: * Previsão de crescimento do PIB para o 3T 2021 em cadeia. Índices de Gini correspondentes ao mês de julho.

Fonte: BPI Research.

panidemia está a ir a uma velocidade muito superior e as exigências de recolocações setoriais são inferiores. Além disso, muitas pessoas que deixaram de trabalhar contaram com um instrumento que lhes permitiu manter a relação de trabalho com a empre-

Evolução do índice de Gini e do PIB durante a crise financeira



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

Os fatores de fundo que explicam a distinta evolução da desigualdade na crise atual devem ser procurados no mercado de trabalho. É que a evolução do emprego explica cerca de 90% da variação do índice de Gini². Sem dúvida que a natureza desta crise, muito diferente da crise 2008-2013, é um fator determinante. A recessão anterior foi muito mais longa, tendo afetado especialmente setores específicos, como o imobiliário, o que obrigou muitas pessoas a reorientarem a sua carreira profissional o que, por conseguinte, dificultou a sua reinserção no mercado de trabalho. Por outro lado, a crise criada pela

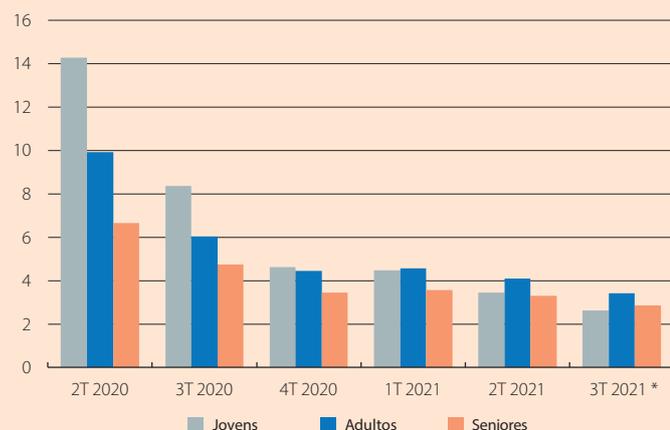
panidemia está a ir a uma velocidade muito superior e as exigências de recolocações setoriais são inferiores. Além disso, muitas pessoas que deixaram de trabalhar contaram com um instrumento que lhes permitiu manter a relação de trabalho com a empre-

1. Índice de Gini elaborado a partir da informação de mais de 3 milhões de ordenados domiciliados no CaixaBank. Para mais informação sobre a forma como são construídos os indicadores de desigualdade em tempo real a partir dos dados internos do CaixaBank, ver o Dossier «O impacto da COVID-19 na desigualdade em Espanha» na IM11/2020.

2. Ver Aspachs, O. Durante, R., Graziano, A., Mestres, J. Montalvo, J. e Reynal, M. «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», Economic Policy, de próxima publicação, para uma explicação detalhada sobre como foi calculado. Na anterior crise a evolução do emprego explicou cerca de 80% da variação do pré-Gini, de acordo com as estimativas da OCDE.

Evolução do índice de pré-Gini por idades

Variação relativamente a fevereiro de 2020

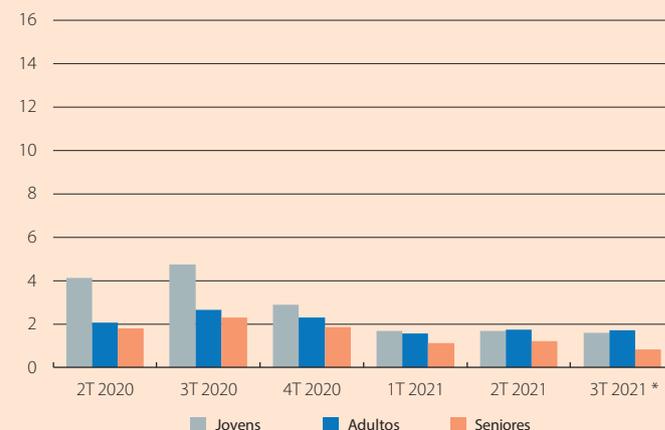


Nota: * Variação mensal média dos últimos três meses, até julho.

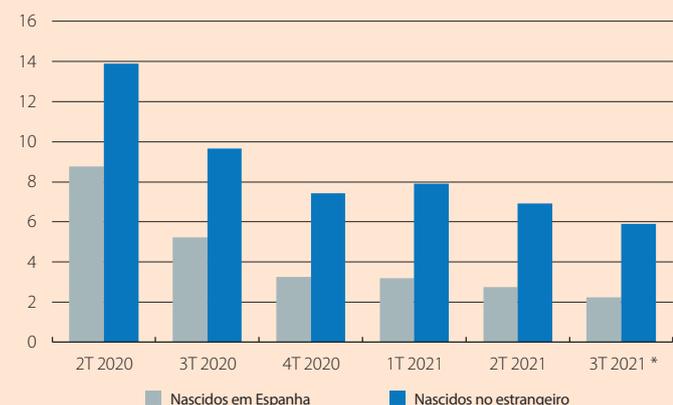
Fonte: BPI Research.

Evolução do índice de pós-Gini por idades

Variação relativamente a fevereiro de 2020

**Evolução do índice de pré-Gini em função do país de nascimento**

Variação relativamente a fevereiro de 2020



Nota: * Variação mensal média dos últimos três meses, até julho.

Fonte: BPI Research.

Evolução do índice de pós-Gini em função do país de nascimento

Variação relativamente a fevereiro de 2020



sa na qual trabalhavam e, quando a economia se reativou, isto facilitou enormemente a sua rápida reintegração no trabalho: os ERTE/Layoff.

Finalmente, convém também destacar que a melhoria dos índices de Gini está a ser generalizada entre os vários grupos. Os índices de Gini dos jovens e das pessoas nascidas fora de Espanha aumentaram muito mais que na restante população durante os primeiros momentos da pandemia. No entanto, desde que a atividade económica começou a reativar-se, a situação destes grupos melhorou substancialmente. Em julho, já não eram observadas diferenças tão significativas na variação do índice de Gini por idades. Para o caso dos imigrantes, os índices de Gini também melhoraram significativamente, embora se mantenham um pouco acima dos espanhóis.

A evolução mais recente da desigualdade convida ao otimismo, tanto pelo que observamos a nível agregado como entre os vários grupos, mas o aumento da desigualdade relativamente ao nível anterior à pandemia continua a ser acentuado. O aumento que o índice de pós-Gini registava em julho deste ano, de 1,3 pontos relativamente ao nível anterior à pandemia, não se afasta muito do que chegou a ocorrer durante a recessão de 2008-2013, de 2,3 pontos. É longo o caminho que ainda está por percorrer até serem alcançados os níveis anteriores à pandemia. Os próximos trimestres, nos quais esperamos que a recuperação se consolide, serão fundamentais para determinar se no final a história se repete e se a atividade e a desigualdade voltam a percorrer caminhos separados, ou se, pelo contrário, desta vez será diferente. Poderá segui-lo em direto no portal www.inequality-tracker.caixabankresearch.com, onde encontrará informação praticamente em tempo real sobre os principais indicadores de desigualdade em Espanha.

1 milhão de casos depois... que impacto na desigualdade em Portugal?

Já passaram 19 meses desde que o primeiro caso de COVID-19 foi detetado em Portugal e, mais de 1 milhão de casos depois, continuamos a discutir os impactos desta pandemia no país, nomeadamente na desigualdade dos rendimentos. De facto, parece quase certo que esta pandemia deverá agravar as desigualdades nos vários países, tal como aconteceu em eventos semelhantes ocorridos no passado¹. Ainda não existem dados concretos para Portugal, mas neste artigo iremos tentar antecipar algumas conclusões.

Portugal na era pré-pandemia

Em 2019, 21,6% da população portuguesa encontrava-se em risco de pobreza ou exclusão social², ou seja, mais de 2 milhões de pessoas. No entanto, esta percentagem é maior entre os indivíduos com menores qualificações, as mulheres, os mais jovens e a população desempregada (ver tabela). Adicionalmente, entre a população empregada, são os indivíduos com contrato temporário os mais pobres (12,4% da população empregada com contrato a termo estava em risco de pobreza, face a 17,1% na Zona Euro), o que compara com «apenas» 7,2% entre os indivíduos com contratos permanentes (5,9% na Zona Euro).

Após a crise financeira das dívidas soberanas, a desigualdade de rendimentos em Portugal tem seguido uma trajetória descendente; mais concretamente, o coeficiente de Gini³ revelava que a desigualdade em Portugal em 2019 era ligeiramente superior a Espanha (31,2% e 32,1%, respetivamente), semelhante à Grécia, mas claramente mais elevada do que nalguns países da Europa de Leste, como a Eslovénia (23,5%). Adicionalmente, no mesmo período, o rendimento dos 20% mais ricos era 5,0 vezes superior ao rendimento dos 20% mais pobres, ainda assim proporção inferior a Espanha (5,8) e Bulgária (8,0). De igual forma, o rendimento mediano anual era de 10.800 euros em 2019, sendo que as mulheres, os jovens e os indivíduos com baixas qualificações tinham os rendimentos mais baixos. Mais concretamente, os indivíduos com ensino superior registavam em 2019 um rendimento mediano 1,7 vezes superior a um indivíduo com o nível básico de qualificações. Ainda assim, o rendimento mediano de um indivíduo com qualificações superiores em Portugal era de cerca de 60% do rendimento mediano registado para o conjunto da Zona Euro⁴.

Risco de pobreza ou exclusão social, em Portugal e na Zona Euro (2019)

	Portugal	Zona Euro
População Total	21,6	20,8
Educação Básica (> 18 anos)	27,3	30,8
Educação Secundária (> 18 anos)	18	19,9
Educação Superior (> 18 anos)	7,1	10,8
Mulheres (> 18 anos)	22,2	21,5
Homens (> 18 anos)	20,5	19,2
Jovens (16-24 anos)	26,7	26,6
Adultos (25-54 anos)	19,9	20,3
Outros (> 55 anos)	22,1	19,1
População empregada (> 18 anos)	13,4	10,6
População desempregada (> 18 anos)	59,9	66,5

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

Que consequências na desigualdade de rendimentos é que a pandemia teve em Portugal?

Em artigos anteriores concluímos que as políticas económicas e sociais implementadas neste período excecional de pandemia permitiram atenuar o impacto da COVID-19 no mercado de trabalho e mitigar os efeitos adversos no rendimento disponível das famílias⁵. Neste sentido, é expectável que o impacto mais benigno da pandemia no mercado de trabalho tenha também mitigado o expectável agravamento das desigualdades.

Apesar de não haver informação estatística que nos permita verificar como evoluiu a distribuição de rendimentos em Portugal em 2020, podemos tirar algumas conclusões com a informação disponível. Antes de mais, concluímos num artigo anterior⁶ que os efeitos da pandemia foram desiguais e afetaram principalmente os grupos mais vulneráveis, jovens, com contratos temporários e com baixas qualificações, que são também, como vimos no ponto anterior, os indivíduos mais pobres e com rendimento mais baixo. Ao mesmo tempo, o teletrabalho foi opção para os indivíduos com melhores qualificações, permitindo-lhes manter

1. Ver Furceri, D., et al. (2020). «COVID-19 will raise inequality if past pandemics are a guide».

2. 20,8% na Zona Euro.

3. Quanto mais próximo de 0 for o coeficiente de Gini, menor é a desigualdade de distribuição de rendimentos num país.

4. Considerando os rendimentos de 2018, já que para a Zona Euro não existem estatísticas sobre os rendimentos de 2019.

5. Ver Focus «Rendimento disponível em Portugal: comportamento benigno numa crise histórica» no IM02/2021.

6. Ver Focus «Portugal: quem tem medo da pandemia?» no IM04/2021.

os seus rendimentos. Quem não pôde beneficiar do teletrabalho, em larga maioria, os indivíduos com menores qualificações e com salários mais baixos, acabaram por ser os mais prejudicados. Acresce ainda o facto de os indivíduos com baixos rendimentos estarem mais dependentes dos rendimentos do trabalho⁷.

Sabemos também que a pandemia afetou de forma significativa os sectores mais ligados ao turismo, contrariamente àqueles onde foi possível implementar o teletrabalho. A título de exemplo, e como demonstra o primeiro gráfico, o conjunto de sectores do comércio, transportes, alojamento e restauração foi onde se sentiu uma das maiores quebras de atividade e do emprego, contrariamente ao sector das tecnologias da informação, que exige mais qualificações, e que até registou um incremento da atividade e do emprego⁸. Se analisarmos o segundo gráfico, vemos também que o sector do alojamento e restauração apresenta a remuneração média mensal base mais baixa, contrariamente ao sector das TIC.

O Eurostat estima que o rendimento mediano do trabalho, uma medida mais adequada para avaliar a desigualdade do rendimento, tenha caído 7,2% para o conjunto da UE em 2020. De igual forma, estima que os indivíduos nos quintis mais baixos de rendimento tenham sido os mais afetados pela crise, ainda que as políticas de apoio ao emprego, como o *layoff* ou a extensão dos apoios sociais, tenham atenuado o impac-

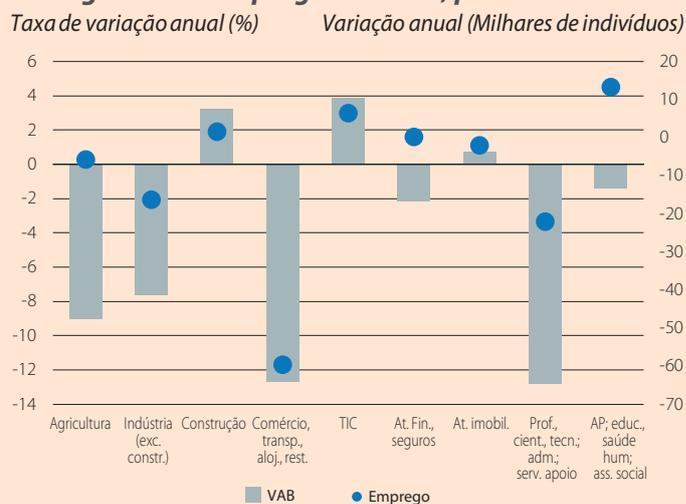
Remuneração média mensal base, por sector (2019) (Euros)



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

Em suma, ainda sem dados concretos, podemos antecipar que os efeitos da pandemia ultrapassaram as questões de saúde e terão agravado a desigualdade no que respeita aos rendimentos.

Portugal: VAB e emprego em 2020, por sector



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

to. Neste campo, o Eurostat estima para Portugal que a queda do rendimento do trabalho teria sido de cerca de 5% sem medidas de apoio ao emprego, e que poderá ter sido inferior a 3% considerando o efeito destas medidas. A queda do rendimento do trabalho terá sido também mais acentuada nos jovens (16 aos 34 anos).

Por sua vez, um estudo para Portugal⁹ estima que a pandemia tenha agravado a desigualdade em 9% face a um cenário sem COVID-19; mais concretamente, isto significa que os indivíduos que se encontravam no percentil 95, ou seja, com rendimentos mais elevados, receberam 8,3 vezes mais do que os do percentil 5, com rendimentos mais baixos, o que compara com um rácio de 7,6 num cenário sem COVID. Este estudo revela ainda que os mais afetados terão sido os indivíduos das classes baixa e média-baixa (com quedas médias do rendimento anual de 19% e 16%, respetivamente)¹⁰, que vivem no Algarve (-9%) e com escolaridade básica (mais de 10% de queda do rendimento anual).

7. Darvas, Z. (2020). «COVID-19 has widened the income gap in Europe». Bruegel

8. O conjunto das atividades profissionais, científicas e técnicas, e atividades administrativas e dos serviços de apoio regista uma queda expressiva quer do VAB quer do emprego, um desempenho que estará relacionado com o efeito da pandemia nas atividades administrativas e serviços de apoio, de maior interação direta com público.

9. Ver Silva, J. et al. (2021). «O impacto da Covid-19 na Pobreza e Desigualdade em Portugal, e o efeito mitigador das políticas de proteção».

10. Considerando os indivíduos que efetivamente perderam os seus rendimentos.

A eficácia e a eficiência do estado social na redução da desigualdade

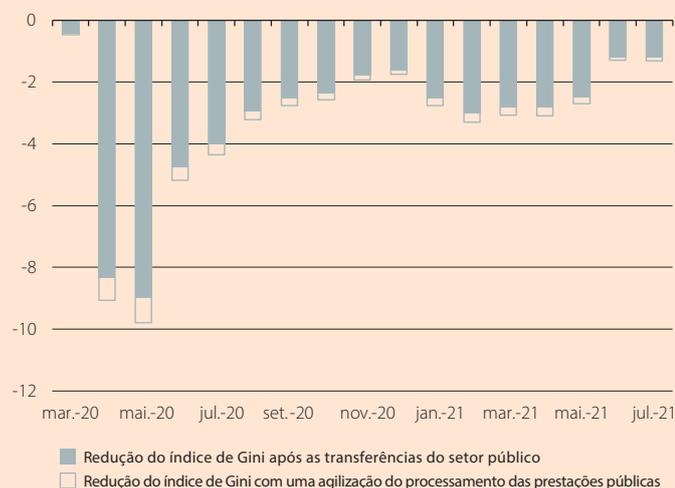
Apesar da tempestade provocada pela COVID-19 ainda não ter terminado, podemos já analisar o impacto da resposta das Administrações Públicas (A. P.) na desigualdade salarial. As transferências públicas para os trabalhadores em ERTE/Layoff ou para os desempregados amorteceram a queda dos rendimentos de muitos trabalhadores, mas até que ponto amorteceram o aumento da desigualdade? Os dados internos do CaixaBank já permitem responder a esta pergunta e permitem também estudar as implicações de uma maior eficiência na gestão destas prestações.

O estado de bem-estar atenuou a maior parte do aumento da desigualdade

A atuação das Administrações Públicas teve um papel importantíssimo nesta crise. Nos meses mais duros da pandemia, abril e maio do ano passado, as prestações de desemprego e, sobretudo, as transferências feitas para trabalhadores que estavam em ERTE/Layoff amorteceram 80% do aumento da desigualdade salarial¹. Durante os últimos meses, a crise criada pela pandemia foi atenuada mas ainda assim, entre abril e julho deste ano, as transferências públicas ainda compensavam cerca de 56% do aumento da desigualdade salarial.

Impacto do estado de bem-estar na redução da desigualdade e melhorias na sua eficiência *

Varição no índice de Gini (p. p.)

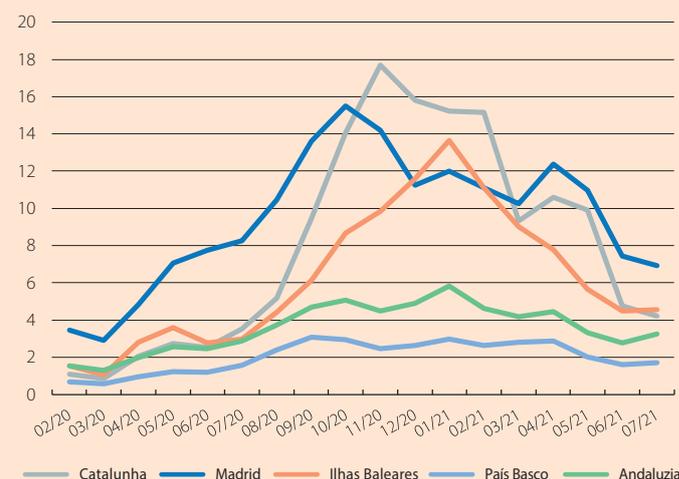


Notas: * O gráfico mostra a diferença entre o índice de Gini após e antes das transferências do setor público. Simulação do impacto de um processamento dos subsídios de desemprego 5% mais ágil em número de dias na redução da desigualdade. Impacto estimado a partir de uma regressão das diferenças entre Gini após e antes das transferências em função dos dias de processamento de um expediente de desemprego, depois de controlar pelas restrições à mobilidade a percentagem de população urbana, bem como o mês, pelas restrições à mobilidade. Para mais informações sobre a estimativa, ver Aspachs, O. et al. (2021), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, da próxima publicação.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Tempo médio de processamento do subsídio de desemprego pelo SEPE *

(Número de dias)



Notas: * Tempo médio de processamento do procedimento de prestações de desemprego do Serviço Público de Empleo de Espanha em cada C.A. Média móvel de 2 meses do tempo médio em cada província, ponderado pela população.

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

Tudo isto pressupõe um enorme esforço para a Administração Pública, não apenas em termos monetários. O aumento em massa de pedidos de prestações foi muito difícil de gerir e, em muitos casos, prolongaram-se os tempos de tratamento dos processos (ver o primeiro gráfico)².

Uma maior eficiência na gestão das transferências públicas teria um grande impacto

Para reduzir a desigualdade não só é necessário um bom sistema de ajudas públicas. A eficiência com o qual é gerida também é fundamental. Se, por exemplo, no mês de novembro de 2020 o tratamento dos subsídios de desemprego tivesse sido 5% mais ágil em número de dias, o índice de Gini ter-se-ia reduzido em 0,2 pontos (ver o segundo gráfico)^{3,4}. Ou, dito de outra forma, se na Catalunha e em Madrid o número de dias com o qual se processavam as prestações de desemprego tivesse aumentado metade entre os meses de outubro e dezembro de 2020, o índice de Gini teria aumentado menos 0,9 pontos. É um número elevado, mas temos que ter em

1. Em abril e maio de 2020 foram registados aumentos do índice de pré-Gini de 11 pontos (sem ter em conta as transferências do setor público). Por outro lado, o índice de pós-Gini (que tem em conta as transferências do setor público) aumentou 2,3 pontos.

2. Em 2019, o tempo médio de processamento de subsídios de desemprego em Espanha era de 1,22 dias.

3. Em alternativa, um aumento de 1% dos casos resolvidos em menos de 15 dias reduzirá a diferença de desigualdades em 9,2%, antes e depois de transferências.

conta que este efeito se refere apenas ao atraso devido ao tempo de processamento, visto que os indivíduos com direito a receberem qualquer prestação acabam por entender as demoras. De qualquer forma, isto ilustra o impacto que poderá ter uma maior eficiência da Administração Pública. Reduzir o tempo de processamento dos subsídios de desemprego, por exemplo, através de uma maior digitalização dos serviços públicos de emprego, tem um impacto direto e elevado no bem-estar das famílias.

Uma maior ação do estado social em reduzir a desigualdade aumenta a participação política

Um melhor funcionamento do estado social poderá também ter implicações noutros terrenos, como a política. Neste sentido, a título exemplificativo analisámos se a redução da desigualdade que as transferências públicas proporcionaram teve algum impacto nas eleições autonómicas de julho de 2020, da Galiza e do País Basco. Os resultados não deixam margem para dúvidas. Nas populações em que o estado social atenuou mais o aumento da desigualdade, houve uma maior participação eleitoral. Especificamente, uma redução da desigualdade salarial de 1 ponto do índice de Gini aumentou a participação eleitoral em 0,3%⁵. Por outro lado, o voto no partido governante foi penalizado nas populações onde foi mais necessária a ação do Estado para reduzir a desigualdade. Ambos os resultados mostram a relação entre a resposta pública à crise e o voto nas eleições.

Vão passar anos, na maior parte dos países desenvolvidos, até que sejam conhecidos, de forma fiável, o impacto da crise na desigualdade salarial e a efetividade das medidas tomadas pelo setor público. Por outro lado, em Espanha já se sabe que a resposta pública foi importantíssima, efetiva e que teve implicações em múltiplas dimensões. Espanha pode orgulhar-se de ser o primeiro país, a nível mundial, a dispor deste tipo de informação. Se, além disso, ela for integrada na tomada de decisões, a eficácia do setor público poderá aumentar muito mais.

4. Para isto efetuámos uma regressão a nível regional da redução da desigualdade devida às transferências públicas (pré-Gini/pós-Gini) mês a mês em função do tempo de processamento de prestações de desemprego controlando, pelas restrições de mobilidade, a percentagem de população urbana, a composição setorial da região bem como o mês:

$$\ln(\text{GiniPre}_{i,t} - \text{GiniPost}_{i,t}) = \gamma_0 + \sum_{j=1}^J \gamma_j X_{ijt} + \pi_{i,t}$$

Para mais informações sobre a metodologia empregue, ver Aspachs, O. *et al.* (2021), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, da próxima publicação.

5. *Ibidem*, para um resultado detalhado, bem como para a especificação completa da análise.

O emprego, o fator mais importante para reduzir a desigualdade

Frequentemente, os debates sobre a desigualdade centram-se na dispersão nos níveis salariais e omitem um aspeto muito relevante: a desigualdade dos rendimentos salariais depende também da «intensidade» no emprego, ou seja, se se está a trabalhar e com que regularidade. O caso espanhol é bastante paradigmático, com uma elevada taxa de temporalidade no emprego (25,1% no 2T 2021) e uma proliferação de contratos de trabalho de cada vez menor duração que incide acentuadamente na desigualdade. Durante a crise financeira (2007-2011), o forte aumento da desigualdade em Espanha deveu-se em 80% à queda do emprego e em 20% a uma maior dispersão dos salários entre trabalhadores¹. Estas proporções foram quase as opostas à média da OCDE, onde apenas 18% do aumento na desigualdade entre 2007 e 2011 foi explicado por alterações no emprego e 82% foi devido à maior dispersão de salários entre trabalhadores. O que aconteceu durante a pandemia?

Emprego, o principal fator por detrás das alterações na desigualdade salarial durante a crise da COVID-19

Durante a crise criada pela pandemia, a evolução da desigualdade em Espanha voltou a ser muito influenciada pelas oscilações no emprego. Por exemplo, entre fevereiro e abril de 2020, quase 90% do aumento na desigualdade salarial (antes das transferências públicas) foi resultante da queda do emprego, enquanto o resto foi resultado de aumentos na desigualdade salarial entre trabalhadores². Portanto, para poder incidir na evolução da desigualdade, é necessário rever as dinâmicas no emprego e, em particular, as dos grupos mais afetados.

A probabilidade de continuar empregado não foi igual para todos os trabalhadores durante a COVID-19

Para começar, analisamos o que aconteceu durante a pandemia às pessoas que estavam a trabalhar nos meses anteriores à sua eclosão. Especificamente, a partir de março de 2020, quando começaram a ser tomadas medidas para reduzir a mobilidade e a atividade, a probabilidade de continuar empregado³ desceu de uma forma significativa para o conjunto da população, mas o impacto foi muito diferente em função das características de cada trabalhador.

- Os trabalhadores com menores rendimentos salariais antes da pandemia foram aqueles com uma maior probabilidade de não estarem empregados nos meses seguintes. Especificamente, para os trabalhadores no quintil de salários mais baixo, a probabilidade de estar empregado diminuiu até 38% em maio de 2020, uma incidência 23 p.p. superior aos trabalhadores do quintil mais alto. Estas diferenças reduziram-se ligeiramente nos meses seguintes, embora os trabalhadores nos quintis inferiores de salários tenham continuado com uma maior probabilidade de não estarem empregados em relação aos trabalhadores dos quintis superiores.
- Por idades, os jovens foram o grupo mais afetado pela pandemia no mercado do trabalho. Em maio de 2020 a probabilidade de estar a receber salário era 18 p. p. menor, sendo que a recuperação nos meses seguintes foi apenas parcial.
- A probabilidade de ter emprego também diminuiu mais para os trabalhadores nascidos no estrangeiro que para os nascidos em Espanha. O *gap* na probabilidade de ter emprego era de 8 p.p. em abril de 2020 tendo, surpreendentemente, continuado a aumentar com os meses, até chegar aos 11 p.p. em novembro.
- As mulheres tiveram uma menor possibilidade que os homens de continuarem empregadas nos primeiros meses da pandemia, com um *gap* na probabilidade de emprego que superou os 4 p.p. e que não começou a recuperar até setembro.

Mais emprego e de maior qualidade, a receita para reduzir a desigualdade salarial

1. Cálculos próprios a partir dos dados da OCDE (2015). «In it together. Why Less Inequality Benefits All». OECD Publishing, Paris.

2. Ver Aspachs, O. Durante, R., Graziano, A., Mestres, J. Montalvo, J. e Reynal, M. «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, da próxima publicação, para uma explicação detalhada sobre a estimativa.

3. Para este exercício não consideramos os trabalhadores em ERTE/*Layoff* como empregados, visto não estarem a trabalhar enquanto estão em ERTE/*Layoff* e restringimos a análise de março a novembro de 2020. Efetuamos uma regressão a nível individual da probabilidade de ter emprego, mês a mês, em função das características individuais (género, idade e país de nascimento) e do quintil de rendimentos do trabalhador antes da pandemia (em fevereiro de 2020), controlando também pelas restrições de mobilidade a nível provincial assim como a província:

$$E_{ijt} = \sum_{k=1}^5 \alpha_{kt} I(qk) + \sum_{g=1}^G \beta_{gt} X_{ijt} + \sum_{j=1}^{49} \delta_j I(Prov = j) + \varepsilon_{ijt}$$

Ibidem, para mais informações sobre a metodologia utilizada.

Probabilidade de emprego durante a COVID-19 *

Variação da probabilidade (p. p.) **

a) Quintil de rendimentos pré-pandemia**b) Idade (grupo de referência: trabalhadores dos 55 aos 65 anos)****c) País de nascimento (grupo de referência: Espanha)****d) Género (grupo de referência: homens)**

Notas: * Coeficientes resultantes de uma regressão a nível individual da probabilidade de estar empregado mês a mês, controlado pelas restrições de mobilidade a nível provincial em função das características individuais (género, idade e país de nascimento) e do quintil de rendimentos do trabalhador antes da pandemia (por exemplo, fevereiro de 2020) exceto para o caso do género. Para mais informações sobre a metodologia utilizada, ver Aspachs, O. et al. (2021), «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from Covid-19 in Spain», *Economic Policy*, da próxima publicação.

** Para os quintis de rendimentos o gráfico mostra a probabilidade de emprego e não a variação.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Os trabalhadores com rendimentos mais baixos, jovens, imigrantes e do sexo feminino foram, novamente, os mais afetados no mercado de trabalho. A recuperação do emprego ainda não é total, sendo-o menos ainda para os grupos mais vulneráveis. É por isto que o aumento da desigualdade relativamente ao nível anterior à pandemia é ainda considerável e o emprego, como principal fator que afeta a desigualdade, voltará a ser a principal alavanca para o corrigir. Melhorar a empregabilidade dos trabalhadores para que ninguém fique para trás bem como aumentar a sua «intensidade» no emprego, são ferramentas essenciais para que o aumento na desigualdade não se transforme numa cicatriz permanente da pandemia.

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.

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).

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.

PULSO ECONÓMICO

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

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).



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

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

© Banco BPI, S.A., 2021

© CaixaBank, S.A., 2021

Design e produção: www.cegeglobal.com

