

# IM11

INFORMAÇÃO MENSAL  
NOVEMBRO 2021



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

MERCADOS FINANCEIROS  
*Cumprirá o BCE a sua nova meta de inflação?*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Ativismo fiscal nos EUA: muito barulho por nada?*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*Annus horribilis do turismo português: quedas assimétricas e recuperação a duas velocidades*

ECONOMIA ESPANHOLA  
*Uma colheita promissora de verão para o turismo espanhol*

*Contas públicas em 2022: uma deslocação de despesa cíclica para despesa estrutural*

## DOSSIER: A RECUPERAÇÃO DO CONSUMO

---

*A poupança e o consumo em tempos de pandemia: uma perspectiva histórica e internacional*

*Consumo e procura retida: qual é o perfil do consumidor-estrela na recuperação?*

*Portugal: o que esperar da poupança e do consumo no pós pandemia*

*Que setores beneficiaram mais da procura retida?*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Novembro 2021

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

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)

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

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

**Paula Carvalho**

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

**Enric Fernández**

Economista Chefe

**José Ramón Díez**

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

**Oriol Aspachs**

Diretor de Economia Espanhola

**Sandra Jódar**

Diretora de Planeamento Estratégico

**Clàudia Canals e Nuria Bustamante**

Coordenadores da *Informação Mensal*

**Javier García-Arenas**

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de outubro de 2021

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Cumprirá o BCE a sua nova meta de inflação?*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Ativismo fiscal nos EUA: muito barulho por nada?*

### 19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Annus horribilis do turismo português: quedas assimétricas e recuperação a duas velocidades*

### 24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *Uma colheita promissora de verão para o turismo espanhol*

28 *Contas públicas em 2022: uma deslocação de despesa cíclica para despesa estrutural*

### 31 DOSSIER: A RECUPERAÇÃO DO CONSUMO

31 *A poupança e o consumo em tempos de pandemia: uma perspectiva histórica e internacional*

33 *Consumo e procura retida: qual é o perfil do consumidor-estrela na recuperação?*

35 *Portugal: o que esperar da poupança e do consumo no pós pandemia*

37 *Que setores beneficiaram mais da procura retida?*

## À procura do equilíbrio perdido

Os dados publicados nas últimas semanas confirmaram o agravamento da combinação entre crescimento e inflação da economia mundial durante o 3T do ano. A desaceleração do ritmo de progresso da atividade global foi ocasionada pela perda de impulso das três grandes economias mundiais (China, EUA e Alemanha) afetadas pelos estrangulamentos na oferta mundial e pelos efeitos das subidas dos preços da energia. Especialmente significativos são os problemas que se começam a fazer sentir no setor industrial em países como a Alemanha, como consequência das distorções nas cadeias de fornecimentos, mas também nas divergências no mercado de trabalho em países como os EUA, a Alemanha ou inclusivamente Portugal, onde começam também a ser visíveis sinais de escassez de mão de obra (por exemplo, as ofertas de emprego nos centros de emprego (IEFP) superaram em cerca de 26% os níveis de 2019). Portanto, pela primeira vez em muito tempo, a oferta está a ser incapaz de responder ao impulso da procura causado pela utilização de poupança forçada acumulada nos confinamentos e pelo teor extraordinariamente expansivo das políticas económicas. Este desajustamento continua a manifestar-se em atrasos nas entregas de qualquer tipo de bens e na escassez de muitas categorias de produtos enquanto a válvula de escape da pressão (inflação) começa a atingir temperaturas nunca vistas nas últimas décadas. Nesta conjuntura, devemos contar com a continuação do desfazamento entre a oferta e a procura global nos dois últimos meses do ano, tendo em conta o aumento normal do consumo que ocorre nestas datas.

O dilema para a política económica, especialmente na vertente monetária é, ou continuar a confiar na flexibilidade da oferta e, portanto, na transitoriedade das subidas dos preços, ou começar a reduzir as tensões do lado da procura, adaptando as condições financeiras a uma realidade que pouco se parece com a de há um ano. Como quase sempre acontece na economia, a variável tempo é o fator-chave. Não ocorrendo uma alteração radical nas preferências dos consumidores, o mais previsível é que a oferta se vá deslocando até responder ao aumento da procura. No entanto, quanto tempo demorará a fazê-lo? E de que forma responderão os investidores durante esse período de ajustamento aos dados desfavoráveis da inflação?

Para a primeira pergunta por enquanto não existe resposta e, relativamente à segunda, algo se começa a movimentar nos mercados financeiros após meses anestesiados pelas mensagens de tranquilidade das autoridades monetárias. Está a ocorrer um achatamento das inclinações das curvas de taxas de juro originado pelo aumento das rentabilidades dos títulos com maturidades mais curtas (as subidas nos prazos longos foram mais moderadas). Ou seja, o mercado continua a confiar na capacidade dos bancos centrais em alcançarem as metas de inflação (caso contrário, teria aumentado a inclinação da curva), mas para isso considera necessário ajustar de uma forma moderada as condições financeiras nos próximos trimestres. De facto, um bom número de bancos centrais na OCDE (EUA, Austrália, Reino Unido, Canadá e Nova Zelândia) já se encontram na primeira fase do processo de normalização da política monetária. No entanto, o BCE, que acaba de renovar no verão a estratégia de política monetária, prefere avaliar as coisas com mais tranquilidade, esperar e ver, embora esta situação faça com que se situe atrás da curva das expectativas de mercado. Neste contexto complicado que se abriu nas últimas semanas, os investidores antecipam agora subidas das taxas de juro oficiais no outono do próximo ano, enquanto os *swaps* de inflação da Zona Euro a cinco anos aumentaram para 2,3%. Portanto, com ou sem razão, os mercados financeiros começam a antecipar a necessidade de que a política monetária contribua para fechar a lacuna existente entre a oferta e a procura, condição necessária para evitar efeitos secundários ao nível dos preços que possam transformar o transitório em permanente. Isto implicará a redução dos ritmos de compra da dívida pública e privada antes de terminar o ano e aumentos suaves das taxas de juro ao longo de 2022.

A realidade é que os desequilíbrios nos mercados de bens e de fatores de produção caracterizam atualmente a situação da economia internacional, quando ainda um bom número de países não recuperaram os níveis perdidos do PIB. Desequilíbrios, na maior parte dos casos, globais (matérias-primas, transporte de mercadorias, etc.), consequência da singularidade da COVID-19, o que dificulta antecipar quando poderão começar a desaparecer. A dúvida é se a política económica deve tentar reduzir estes desequilíbrios a curto prazo ou continuar a confiar na capacidade de resposta da oferta e do regresso do consumo à «normalidade». O risco é que o desajustamento se consolide até meados do próximo ano, o que poderá alterar o caminho de recuperação da economia mundial.

## Cronologia

### OUTUBRO 2021

- 3** O Consórcio Internacional de Jornalistas publica a sua investigação sobre contas em paraísos fiscais: Pandora Papers.
- 15** Começa a espalhar-se a variante delta plus da COVID-19.
- 30** Cimeira do G-20 na qual é referendado o imposto mínimo global sobre as empresas.

### 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.

### SETEMBRO 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 em 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.

## Agenda

### NOVEMBRO 2021

- 2-3** Comité Monetário da Fed.
- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 5** Espanha: produção industrial (setembro).
- 9** Portugal: volume de negócios na indústria (setembro).
- 10** Portugal: dados trimestrais mercado trabalho (3T).
- 11** Portugal: volume de negócios nos serviços (setembro).
- 12** Portugal: *rating* Fitch.
- 15** Japão: PIB (3T).
- 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: detalhe do PIB (3T).  
Portugal: produção industrial (outubro).  
Portugal: IPC preliminar (novembro).

### DEZEMBRO 2021

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
- 10** Espanha: *rating* da Fitch.  
Portugal: volume de negócios na indústria (outubro).
- 14-15** Comité Monetário da Fed.
- 16** Conselho do Banco Central Europeu.
- 16-17** Conselho europeu.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (3T).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T).
- 23** Portugal: contas nacionais trimestrais (3T).  
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (3T).  
Espanha: execução orçamental do Estado (novembro).  
Portugal: preços da habitação (3T).  
Portugal: taxa de poupança das famílias (3T).
- 30** Espanha: IPC preliminar (dezembro).  
Portugal: NPL (3T).
- 31** Portugal: IPC preliminar (dezembro).

## A crise da COVID-19 foi escrita com V

No ano passado, quando constatámos o forte impacto económico criado pela pandemia, foi aberto um intenso debate sobre a forma que a recuperação tomaria. Os mais cinzentos apostaram por letras pouco encorajadoras, como o L, o W ou o K e os mais originais colocaram símbolos de marcas desportivas em cima da mesa, que também não transmitiam muito otimismo. Agora que o desenho do ciclo de recessão já se completou, pelo menos nas principais dimensões que definem a nossa economia, o debate ficou para segundo plano. Contudo, vale a pena recuperá-lo e fazer o balanço.

No mercado de trabalho, a letra que melhor representa a crise da COVID-19 é, felizmente, o V! Em Portugal, a queda inicial do número de pessoas empregadas não teve comparação, quer pela dimensão do desastre quer pela velocidade à qual ocorreu. No entanto, a recuperação posterior foi também bastante positiva. O início da pandemia e o conseqüente primeiro confinamento geral, fizeram com que mais de 1 milhão de pessoas tivessem deixado de trabalhar, incluindo as que efetivamente perderam o emprego e as que não trabalhavam porque se encontravam em Layoff. Coloquemos em contexto estes números: na crise financeira e das dívidas soberanas que ocorreu entre 2008 e 2013, chegaram a ser destruídos quase 1 milhão de empregos e a taxa de desemprego superou os 17%, que compara com um máximo de 8% no 3T de 2020. A forma como a recuperação está a ocorrer desta vez é bem diferente: em pouco mais de um ano, o número de pessoas a trabalhar é já superior àquele que havia antes da pandemia. Na anterior crise, a destruição de postos de trabalho foi de tal forma implacável que nunca mais se voltaram a atingir os níveis de emprego de 2008. Experimentem fazer um gráfico comparando ambos os episódios e o V aparecerá nitidamente.

O consumo, o pilar sobre o qual se sustenta grande parte da economia portuguesa, mostra também uma dinâmica muito positiva, de acordo com os dados do Banco de Portugal. O valor total das operações com cartões de pagamento caiu 26% no 2T 2020 face ao 4T 2019, mas no 3T 2021 já superava em 14,8% o nível pré-pandemia. Destes destaca-se a evolução das compras com cartões quer de residentes quer de não residentes, que no 3T superaram em 10,1% e 56,1%, respetivamente, os níveis do 4T 2019. É também muito significativa a evolução das vendas a retalho e, em particular das vendas por correspondência e online, que em setembro superaram em 1,5% e 3,4%, respetivamente os níveis pré-pandemia.

Embora ainda de forma incompleta, outro indicador onde o desenhar-se de uma recuperação em V é evidente é o PIB.

Os números publicados pelo INE de Portugal, sobretudo os do 3T 2021, surpreenderam positivamente a comunidade de analistas, incluindo os analistas desta casa, na medida em que as previsões com as quais trabalhávamos, fundamentadas na evolução de indicadores como os anteriormente comentados, sugeriam um ritmo de crescimento ligeiramente inferior ao verificado. A excecionalidade da crise tornou muito difícil medir adequadamente a evolução da atividade económica, sendo que todos nós tivemos que reinventar a forma de análise a fim de obtermos novas fontes de informação fiáveis. Portanto, neste contexto, todos devemos ter extrema cautela. À evolução dos indicadores antes comentados, como os indicadores dos mercados de trabalho e de consumo juntam-se outros indicadores, como por exemplo relativos ao turismo (número de turistas e tráfego aéreo) que, embora permanecendo bastante aquém dos níveis pré-pandemia, podem impulsionar o crescimento, reforçando o desenhar-se de uma recuperação em V completa do PIB mais cedo do que o previsto.

Contudo, as vozes que constantemente alertam para os riscos que ensombram o cenário macroeconómico continuam muito ativas. Em muitos países desenvolvidos está a ocorrer uma subida significativa dos contágios de COVID-19 e, até certo ponto, também das pessoas hospitalizadas. Uma mutação do vírus ou uma queda da proteção fornecida pelas vacinas, mais rápida que o esperado, poderão criar novas vagas de contágios. Este é o principal risco que continuamos a enfrentar. A batalha contra o vírus ainda não terminou e parece que mal saímos de uma, caímos logo noutra. A tudo isto se têm somado os receios de que a recuperação económica perca força devido ao aumento da inflação originado pelo aumento do preço da energia e pelas tensões nas cadeias de fornecimento global, que já limitam a capacidade produtiva da indústria e estão a encarecer os bens intermédios. Estes novos focos de risco intensificaram-se nos últimos meses, o que está a criar alguma perplexidade nos mercados financeiros. Como é habitual em momentos de pouca visibilidade, estes focos de risco reagem exageradamente num sentido ou noutra em função da cor da informação que recebem todos os dias. Não obstante, por enquanto, o cenário mais provável continua a ser que estes focos de risco se irão dissipando nos próximos meses. Esperamos que, depois da recuperação em V à qual acabamos de assistir, possamos centrar as nossas energias em analisar o novo ciclo de expansão que se inicia, para que ele seja mais sustentável quer do ponto de vista social quer ambiental.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	0,50	1,25
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,15	0,60	1,50
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,30	1,05	1,80
Dívida pública 2 anos	3,70	0,96	1,63	0,13	0,40	0,80	1,45
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,75	2,00	2,40
<b>Euro</b>							
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
<b>Alemanha</b>							
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
<b>Espanha</b>							
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
<b>Portugal</b>							
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
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
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	0,85	0,84
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	80,0	65,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	68,4	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
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	2,8	-3,1	6,1	4,5	3,8
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,2	4,0	2,4
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,4	3,5	2,6
Zona Euro	2,2	0,8	1,5	-6,5	5,0	4,8	2,3
Alemanha	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,6	4,6	1,8
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	6,3	3,7	2,0
Itália	1,5	-0,4	0,4	-9,0	5,7	4,1	2,4
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	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	2,3	0,8
Reino Unido	2,9	1,2	1,7	-9,7	7,6	5,5	1,8
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,5	5,0	3,7	-2,1	6,9	5,1	4,9
China	10,6	8,2	6,0	2,3	8,3	5,7	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
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,5	3,2	4,3	3,8	3,0
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,6	1,4	0,7	2,8	2,4	1,5
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,5	3,6	1,7
Zona Euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,3	1,8	1,5
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	2,8	2,0	1,6
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,0	1,8	1,5
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,7	1,7	1,5
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	-0,3	0,6	0,7
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,1	2,0	1,7
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,1	5,4	4,9	4,1
China	1,7	2,6	2,9	2,5	1,0	1,7	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
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	0,3	3,3	-7,1	4,4	4,2	2,1
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,4	0,5	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-1,2	5,4	-2,7	5,3	7,4	8,0
Bens de equipamento	3,2	2,7	1,6	-6,2	11,5	7,8	8,1
Construção	-1,5	-3,5	7,7	1,6	2,7	5,7	4,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	4,8	4,3	2,9
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,1	-18,7	5,9	9,4	5,5
Importação de bens e serviços	3,6	2,5	5,0	-12,2	7,7	6,7	6,4
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>	<b>2,4</b>
<b>Outras variáveis</b>							
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	-5,8	-4,3	-2,9	-1,5

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
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
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>3,3</b>
<b>Outras variáveis</b>							
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) <sup>1</sup>	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 mercados financeiros descontam um cenário de inflação

Os investidores antecipam a subida das taxas de juro. A inflação continuou a ser o centro das atenções dos mercados financeiros. A confirmação do aumento das taxas de inflação a nível global, aliada à persistência dos estrangulamentos e ao elevado preço das matérias-primas, espoletaram o disparo das expectativas de inflação nas principais economias. Surgiram também declarações de vários bancos centrais (Canadá, Reino Unido, Austrália e Nova Zelândia) anunciando a sua intenção de aumentar a restritividade das suas políticas monetárias a curto prazo face à persistência das tensões inflacionistas. Estas mensagens fizeram que os investidores comesçassem a descontar, também, uma possível antecipação da resposta da Fed e do BCE, além da redução, confirmada, das compras líquidas de ativos. Por outro lado, em vários países emergentes, os bancos centrais optaram por acelerar a subida das taxas de juro de referência face ao aumento das suas taxas de inflação e ao risco de comprometer o ritmo da sua recuperação económica. Neste contexto, os mercados financeiros mostraram um comportamento misto caracterizado pelas vendas nos mercados de obrigações, pela resistência do dólar e pelos ganhos nas bolsas.

**A inclinação da curva soberana nos EUA estabiliza.** No caso da economia norte-americana, o aumento dos salários refletidos nos últimos dados de emprego aliados aos fatores comentados anteriormente avivaram o impulso das expectativas de inflação a médio prazo para níveis superiores à meta de 2% marcada pela Fed, e que não eram alcançados desde 2014. Precisamente, este movimento foi o que impulsionou o aumento das taxas de juro nas maturidades de longo prazo da curva soberana num contexto de elevada volatilidade. Assim, o *treasury* norte-americano a 10 anos aumentou 6 p.b. no mês, terminando em 1,55%. Na parte curta da curva também foram registados movimentos relevantes motivados em parte pelo aumento das pressões inflacionistas e, por outra, pela tendência *hawkish* que mostraram alguns bancos centrais (tal como mencionámos anteriormente). A consequência foi o aumento das taxas de juro do mercado monetário, principalmente da US Libor a 12 meses e da obrigação a 2 anos (22 p.b. para 0,5%). De facto, os investidores estarão a antecipar a primeira subida dos *fed funds* para o verão de 2022. Certamente, este será um dos aspetos que irá suscitar maiores atenções na reunião de novembro da Fed, para além do calendário oficial para a redução das compras de ativos (*tapering*).

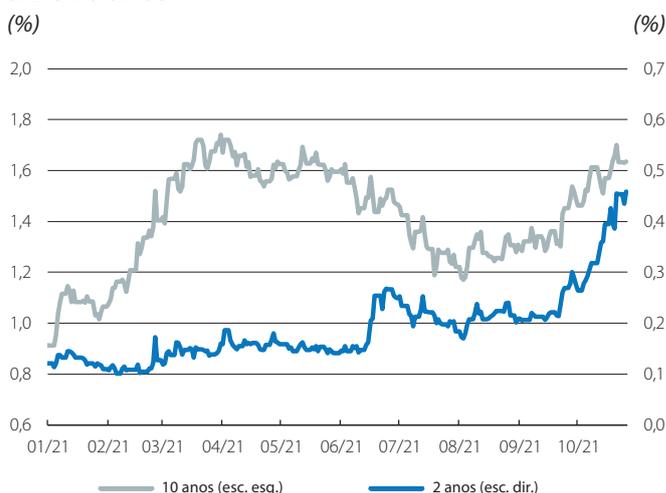
**O BCE não desiste de convencer os investidores.** Na sua reunião de outubro, o BCE manteve quer as taxas de juro oficiais quer o ritmo de compras de ativos do PEPP e do APP e sustentou a visão positiva sobre o ritmo de recuperação do conjunto da economia. Em termos da inflação, Christine Lagarde indicou que o elevado nível atual se deve a motivos temporários que deverão

### Expectativas de inflação segundo os swaps de inflação



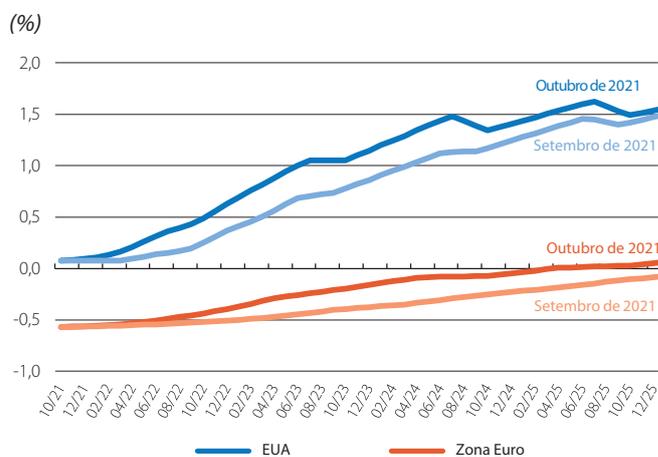
Nota: Swaps de inflação de 5 anos, dentro de 5 anos.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### EUA: taxas de juro da dívida soberana a 2 e 10 anos



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

### Expectativas para as taxas de juro de referência da Fed e do BCE



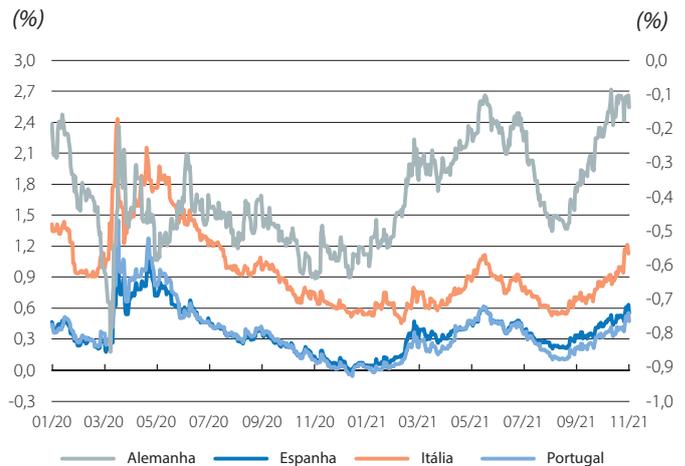
Nota: Forwards sobre o EFFR e a taxa de juro OIS da Zona Euro derivados com o modelo de NSS a partir de curvas de juro de mercado.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

diluir no decorrer de 2022, e apesar de reconhecer o risco de que possam produzir efeitos de segunda ordem, a instituição decidiu manter as projeções para as taxas de juro (*forward guidance*) sem alterações (ver a Nota Breve). Esta afirmação contrastou com as avaliações dos investidores que prevêem um cenário de inflação alta e menos transitória, sugerindo que a autoridade monetária poderá antecipar a sua primeira subida de taxas de juro de depósitos entre o final de 2022 e o início de 2023. Assim, tal como aconteceu nos EUA, a rentabilidade dos prazos curtos da curva soberana da Zona Euro teve um aumento na reta final do mês, ligeiramente superior à subida das taxas de juro a longo prazo (*bund* a 10 anos 9 p.b., para -0,11%). Por sua vez, a falta de menção ao ritmo de compras do PEPP pressionou levemente em alta os prémios de risco da periferia da Zona Euro, com exceção do italiano, que aumentou 7 p.b.

**O gás natural trava o seu encarecimento.** Após o aumento das tensões em setembro, e pela primeira vez desde o início do ano, o preço do gás natural fechou o mês com descidas (a TTF holandesa, referência na Europa, desceu 29%). Entre os fatores que favoreceram o relaxamento dos preços destaque para a garantia da Rússia de abastecer a Europa durante os próximos meses e para a descida do custo do carvão (depois da China ter vendido parte das suas reservas estratégicas). Este último elemento deverá favorecer uma menor pressão sobre a procura de gás liquefeito na Ásia para a produção de eletricidade. A outra face da moeda foi o petróleo; o seu preço atingiu os valores mais altos dos últimos três anos devido à descida dos inventários nos EUA e à necessidade de investimentos no Golfo Pérsico para sustentar a produção. Neste contexto, a subida das taxas de juro da curva norte-americana favoreceu a robustez do dólar face ao conjunto das moedas emergentes, exceção feita ao rublo russo.

**As bolsas recuperam o pulso.** Em outubro, os principais índices bolsistas avançaram consideravelmente nas economias avançadas, com ganhos de cerca de 7% no S&P 500 e de 5% no Eurostoxx 50. A recuperação das cotações deveu-se principalmente a dois fatores: a resiliência da recuperação económica e o bom começo da campanha de resultados empresariais do 3T. Este último aspeto foi muito bem recebido pelos investidores, visto ter evidenciado a capacidade do setor produtivo em manter as margens num contexto de maior custo dos *inputs*. Até ao fecho desta publicação, mais de 80% das empresas do S&P 500 que publicaram os seus resultados superaram as expectativas do consenso dos analistas sobre os lucros. Por sua vez, a subida das taxas de juro sem risco limitou os avanços do rendimento variável das economias emergentes, que mostraram um comportamento mais modesto (MSCI Emerging Markets +0,9%).

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



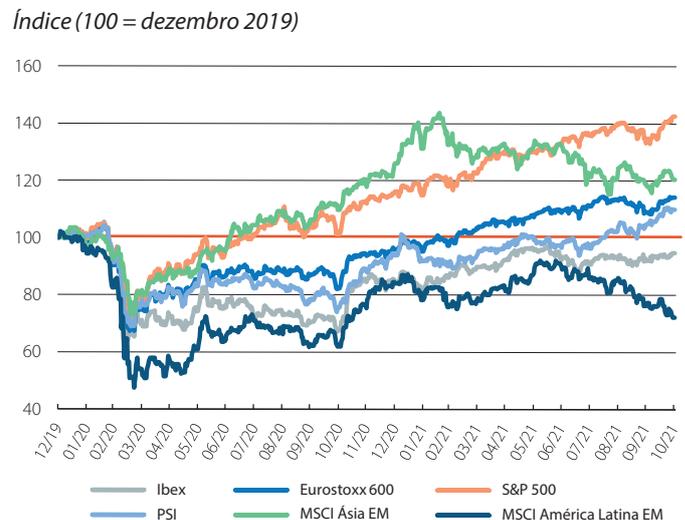
Nota: Espanha, Itália e Portugal, escala esquerda.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Preço do Brent e moedas emergentes**



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

**Bolsas internacionais**



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

## Cumprirá o BCE a sua nova meta de inflação?

O BCE modificou a estratégia de política monetária no passado mês de julho após 18 anos inalterada. Além disso, fê-lo ajustando a meta de inflação: abandonou a confusa meta de «abaixo mas perto dos 2%» por um «simétrico 2%», que deixa muito menos margem de erro na sua interpretação. Além disso, para combater o efeito assimétrico que a *effective lower bound* tem (a taxa de juro mínima que o banco central pode oferecer estima-se que se situe cerca de -1,0%), o BCE deixou claro que tolerará desvios da inflação acima da meta. Com esta alteração, pretende dar resposta a fenómenos estruturais que mudaram o quadro no qual opera: a queda das taxas de juro de equilíbrio e das expectativas de inflação<sup>1</sup>.

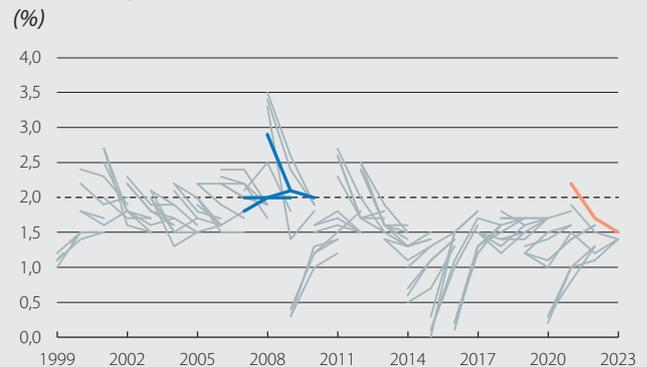
Adicionalmente à alteração na meta de inflação, o BCE alterou a orientação futura das taxas de juro (*forward guidance*). Anteriormente, o BCE indicou que não subiria as taxas de juro até que no horizonte das suas projeções (dentro de três ou quatro anos, dependendo do trimestre das projeções) não fosse observada uma convergência para níveis abaixo, mas perto dos 2%. Agora, com a nova *forward guidance*, para que o BCE suba as taxas de juro será necessário que sejam cumpridas três condições: (i) dever-se-á projetar uma inflação de 2% no ano anterior ao final do horizonte das projeções, (ii) a inflação deverá manter-se neste nível até ao final das projeções e (iii) as pressões inflacionistas (inflação subjacente ou aumentos salariais, entre outros indicadores) observadas no momento da subida das taxas de juro deverão ser consistentes com a meta de inflação a médio prazo. Estas novas condições para poder subir as taxas de juro são mais exigentes que as anteriores. De facto, desde 2002 foram projetadas apenas em três ocasiões projeções de inflação consistentes com estas condições, marcadas a azul no primeiro gráfico.

Apesar desta maior exigência para subir as taxas de juro, os mercados financeiros antecipam já uma subida das taxas de juro oficiais em 2023 (segundo as implícitas de mercado), enquanto antes do anúncio da revisão estratégica a primeira subida se situava no final de 2024<sup>2</sup>. Este movimento foi acompanhado por um aumento nas expectativas de inflação (tanto as baseadas em cotações financeiras como as baseadas em inquéritos), motivado, por sua vez, pela robustez da recuperação económica, pelos estrangulamentos na oferta, pela subida dos preços da energia e, inclusivamente, pela própria mudança na estratégia do BCE. Por um lado, as expectativas de inflação cotadas nos mercados financeiros através de *swaps*

1. Para mais detalhes sobre a motivação desta revisão estratégica, ver «BCE e Fed: dois mandatos, um objetivo» na IM02/2020.

2. Inclusivamente, nalguns momentos do verão, as implícitas chegaram a situar a primeira subida de taxas de juro do BCE em 2026.

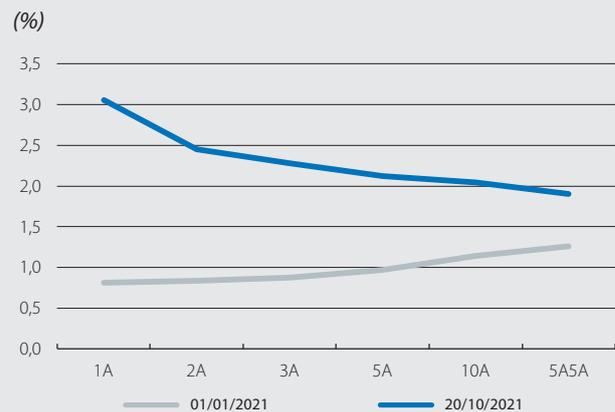
### Projeções de inflação do BCE e nova forward guidance



**Nota:** Marcamos a azul as únicas vezes que as projeções do BCE foram consistentes em poder subir as taxas de juro oficiais segundo a orientação futura atual e a laranja as últimas previsões de setembro de 2021.

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

### Zona Euro: expectativas de inflação nos mercados financeiros



**Nota:** Swaps de inflação em vários vencimentos.

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

situam-se já em níveis superiores aos anteriores à pandemia, situando-se acima de 2% sobretudo no período curto desta curva. Por outro lado, entre as expectativas baseadas em inquéritos, a que o BCE efetua a especialistas de previsão económica (SPF, em inglês) confere uma maior probabilidade de que a inflação a longo prazo se situe em níveis superiores aos 2% (ver o terceiro gráfico). No entanto, que elementos poderão levar a este cenário de maior inflação?

Algumas alterações estruturais da economia iniciadas nos últimos anos são de natureza inflacionista (por exemplo, o eventual retrocesso na globalização ou a transição para uma economia descarbonizada), mas também elementos conjunturais poderão levar a economia a situar-se neste cenário contemplado pelo SPF e pelas cotações financeiras e impulsionar a inflação a médio prazo. Especificamente, os estrangulamentos que se estão a verificar nas cadeias de produção de várias indústrias e a subida dos

preços da energia poderão ter efeitos secundários na inflação.

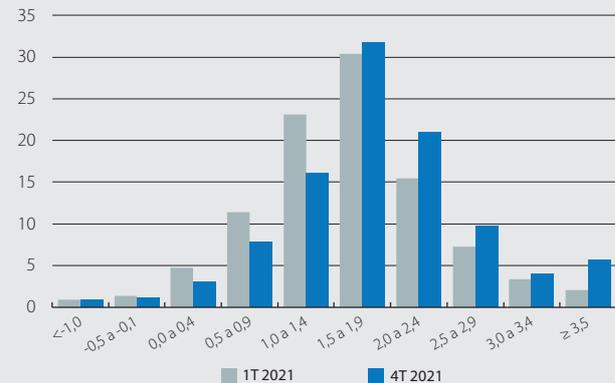
Por enquanto, o impacto destes dois elementos na inflação da Zona Euro está a ser moderado, no caso dos estrangulamentos, e limitado à componente energética no caso do aumento do preço da energia. No entanto, vários analistas e o próprio BCE consideram que estes elementos, embora de natureza transitória, poderão ser persistentes através dos efeitos secundários. A título ilustrativo, no último gráfico vemos como um aumento dos preços de produção dos bens não energéticos semelhante ao aumento verificado em 2021 pode chegar a impulsionar o preço da componente serviços, com um peso de 45% e 61% dos cabazes geral e subjacente do IPC, respetivamente, até 0,8 p. p. em dois anos<sup>3</sup>.

Contudo, não é apenas num prazo de dois anos que interessa ao BCE ver a inflação mais perto dos 2%. Desejá-lo-á ver mais a médio prazo. Convém lembrar que um dos problemas de fundo da economia europeia anterior à pandemia foi o da baixa inflação, pelo que entrar num novo cenário de inflações mais altas poderá chegar inclusivamente a ser desejável do ponto de vista do BCE. De facto, sempre e quando as expectativas de inflação a longo prazo se mantiverem ancoradas em cerca de 2% e as maiores taxas de inflação tiverem origem numa recuperação da procura, o BCE poderá receber estas notícias como positivas.

É que, nos últimos anos, tanto os participantes nos mercados financeiros como os analistas sugeríamos que a primeira subida de taxas de juro do BCE ocorreria de forma mais prematura, mas sistematicamente a fomos adiando. Com a curva de Phillips meio adormecida, existiam poucos elementos sobre os quais apoiar a subida da inflação da Zona Euro e a consequente subida das taxas de juro. Agora, apesar do BCE ter restringido as condições para efetuar uma subida das taxas de juro, existem mais elementos sobre os quais apoiar a ideia que a inflação a médio prazo se situe em 2% e que o BCE possa, após mais de uma década sem o fazer, subir as taxas de juro.

3. Para o caso dos preços da energia, efetuámos um exercício semelhante e vemos como o aumento da componente energética do IPC também se transfere para a componente serviços, embora em menor dimensão.

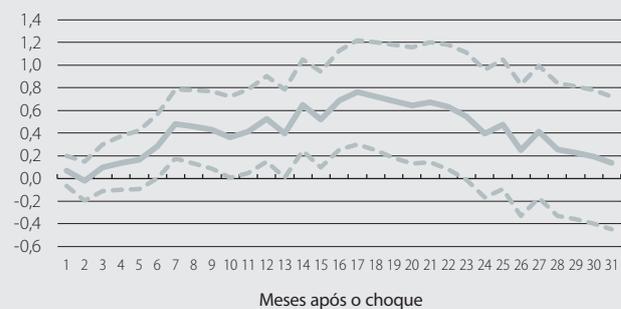
### Zona Euro: expectativas de inflação a longo prazo do Survey of Professional Forecasters



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

### Zona Euro: resposta da componente serviços a uma subida dos preços de produção \*

Impacto sobre o crescimento homólogo (p. p.)



Nota: \* Aumento do índice de preços de produção sem bens energéticos em 6 p. p., em linha com o observado no 3T 2021. As linhas a tracejado mostram um intervalo de confiança de 95%.

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

**Taxas de juro (%)**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,55	-0,55	-1	-0,8	-3,3
Euribor 12 meses	-0,46	-0,49	3	4,4	3,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,65	-0,67	3	6,4	5,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,59	-0,69	10	11,5	22,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,11	-0,20	9	46,3	53,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,61	0,46	15	56,2	48,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,52	0,36	17	49,0	42,6
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,13	0,13	0	-10,6	-8,8
Libor 12 meses	0,36	0,24	12	1,9	2,9
Dívida pública a 1 ano	0,12	0,07	5	1,5	0,3
Dívida pública a 2 anos	0,50	0,28	22	37,6	34,3
Dívida pública a 10 anos	1,55	1,49	6	63,9	70,9

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

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	50	1	2,8	-12,3
Itraxx Financeiro Sénior	58	57	2	-0,8	-23,0
Itraxx Financeiro Subordinado	113	110	3	2,3	-43,9

**Taxas de câmbio**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,156	1,158	-0,2	-5,4	-0,7
EUR/JPY (ienes por euro)	131,770	128,880	2,2	4,4	8,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,845	0,859	-1,7	-5,5	-6,3
USD/JPY (ienes por dólar)	113,950	111,290	2,4	10,4	8,8

**Matérias-primas**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	571,2	553,7	3,1	28,7	39,6
Brent (\$/barril)	84,4	78,5	7,5	62,9	116,5
Ouro (\$/onça)	1.783,4	1.757,0	1,5	-6,1	-5,9

**Rendimento variável**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.605,4	4.307,5	6,9	22,6	39,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.250,6	4.048,1	5,0	19,6	40,8
Ibex 35 (Espanha)	9.057,7	8.796,3	3,0	12,2	37,5
PSI 20 (Portugal)	5.732,0	5.460,8	5,0	17,0	42,6
Nikkei 225 (Japão)	28.892,7	29.452,7	-1,9	5,3	24,0
MSCI emergentes	1.264,8	1.253,1	0,9	-2,1	13,5

## Economia global: winter is coming

**Rumo a uma recuperação global mais assimétrica.** À medida que nos aproximamos do final de 2021 vai-se confirmando que, embora a recuperação avance, ela está a tornar-se mais desigual em função dos países. Esta não é, estritamente falando, uma novidade absoluta: quando a pandemia eclodiu em 2020 e as vagas se foram repetindo, apesar de ser um choque global, o mesmo assumiu várias intensidades locais em função das características setoriais da economia; da estratégia mais ou menos agressiva de confinamento, primeiro, e da vacinação, depois; e, finalmente, do grau de estímulo fiscal adotado. Se o choque foi global, mas o impacto local, algo parecido está a acontecer com o regresso à normalidade. Agora os fatores-chave que definiram, até à data o ano de 2021, foram a variante delta, que se tem expandido em contextos de vacinação muito díspares, e a disrupção das cadeias globais de fornecimento. Como estão estes dois elementos a determinar as últimas tendências macroeconómicas? O FMI, nas suas mais recentes previsões, dá forma a um cenário que o sintetiza perfeitamente.

**O FMI reduziu ligeiramente as previsões para 2021 devido à variante delta e à disrupção das cadeias globais de fornecimento.** Fruto destes dois fatores, o Fundo reviu em baixa 1 décima o crescimento mundial no presente ano, para 5,9%, fundamentalmente devido à deterioração das expectativas nos países avançados e de determinados países emergentes. Para 2022, o FMI mantém sem alterações a sua previsão de crescimento global, embora reorganize em certa medida a sua composição, com uma revisão em alta nalguns países avançados e uma correção em baixa nalguns países emergentes. Tudo isto reafirma o caráter assimétrico da recuperação, que continuará liderada pela China e por países avançados importantes como os EUA e a Zona Euro. Finalmente, no que respeita ao balanço de riscos, a instituição destaca que a curto prazo estes se concentram, como vem sendo habitual desde há ano e meio, na dinâmica da pandemia, e em particular no risco do aparecimento de novas variantes antes de ser alcançado um elevado nível de vacinação e, no que representa uma ameaça relativamente mais recente: a evolução das tensões inflacionistas. Nesta questão, o FMI interpreta que é o resultado da conjunção do desfasamento entre a oferta e a procura, relacionado com a pandemia, e da subida de preços das matérias-primas.

**Complicações a curto prazo.** A interpretação predominante entre os economistas é que este desfasamento de oferta/procura e as pressões dos preços das matérias-primas possuem um caráter temporário. Contudo, e sem negar o que se acaba de mencionar, é necessário reconhecer que essa temporalidade é cada vez mais questionada à medida que passam os meses. Em qualquer caso, "the winter is coming", como se dizia numa série famosa, e com ele uma maior pressão sobre parte do consumo (a época começa com o Bachelor's Day chinês e o Black Friday ocidental e continua com o Natal e os saldos) e sobre a despesa da energia, que viverá a sua subida sazonal anual. Neste contexto, irá ser complicado que seja atenuado o desequilíbrio

## Vacinação no mundo

	% de população com pelo menos uma dose	% de população com a vacinação completa	% de população à qual foi administrada a vacinação completa nos últimos 30 dias
UE	68%	64%	3,3% ≈
EUA	65%	56%	2,7% ≈
Europa (incl. UE)	58%	53%	3,3% ≈
América do Norte	59%	49%	4,4% ≈
América do Sul	64%	45%	9,9% ↑↑
Oceânia	53%	40%	14,3% ↑↑↑
Ásia	55%	39%	6,5% ↑
Mundo	48%	36%	5,4% ≈
África	8%	5%	1,4% ≈

*Nota:* Dados atualizados a 19 de outubro de 2021.

*Fonte:* BPI Research, a partir dos dados da Our World in Data - Universidade de Oxford.

## FMI: previsões de crescimento do PIB

Varição anual (%)

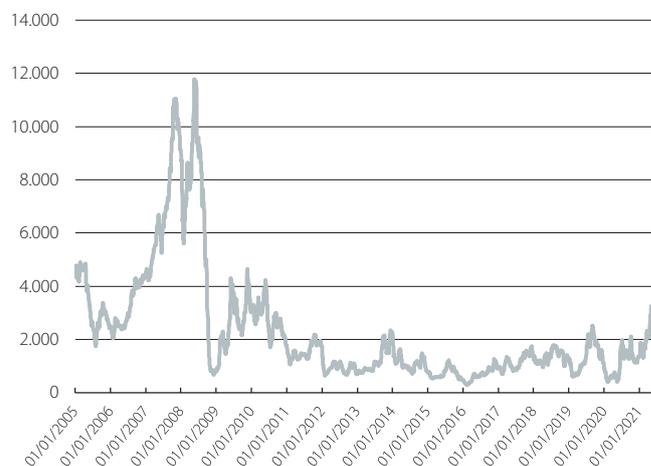
	Projeções			Var. relativamente ao WEO de julho *	
	2020	2021	2022	2021	2022
<b>Economia mundial</b>	-3,1	5,9	4,9	-0,1	0,0
<b>Economias avançadas</b>	-4,5	5,2	4,5	-0,4	0,1
EUA	-3,4	6,0	5,2	-1,0	0,3
Zona Euro	-6,3	5,0	4,3	0,4	0,0
Espanha	-10,8	5,7	6,4	-0,5	0,6
Portugal	-8,4	4,4	5,1	0,5	0,3
<b>Economias emergentes e em desenvolvimento</b>	-2,1	6,4	5,1	0,1	-0,1
China	2,3	8,0	5,6	-0,1	-0,1

*Nota:* \* Para Portugal, a variação é calculada relativamente ao WEO de abril.

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

## Baltic Dry Index

(Pontos)



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

entre a oferta e a procura o qual, para além de continuar a transferir-se para os preços, irá reforçar o carácter assimétrico da expansão, já que é mais palpável nalguns países que noutros.

## ESTADOS UNIDOS

**Arrefecimento temporário.** Um dos países que exemplifica o carácter assimétrico da recuperação é os EUA. Assim, foi a primeira das grandes economias avançadas que alcançou os níveis de PIB anteriores à pandemia já no 2T 2021. Agora, no entanto, os indicadores dos EUA apontam para uma moderação da atividade. Especificamente, o PIB norte-americano desacelerou no 3T 2021, afetado pela variante delta e pela persistência dos estrangulamentos. O crescimento fixou-se em 0,5% em cadeia (4,9% homólogo), o ritmo mais baixo desde o início da pandemia. Relativamente ao 4T, os primeiros indicadores ainda se situam em zonas compatíveis com crescimentos significativos da atividade, embora abaixo dos ritmos alcançados durante a primeira metade do ano (1,6% em cadeia, em média) ([ver a Nota Breve](#)). Por tudo isto, revimos em baixa as nossas previsões para 2021 (agora nos 5,4%, -0,6 décimas) e para 2022 (agora nos 3,5%, -0,6 décimas). Ritmos ainda consideráveis, certamente, mas algo menos que o esperado há alguns meses.

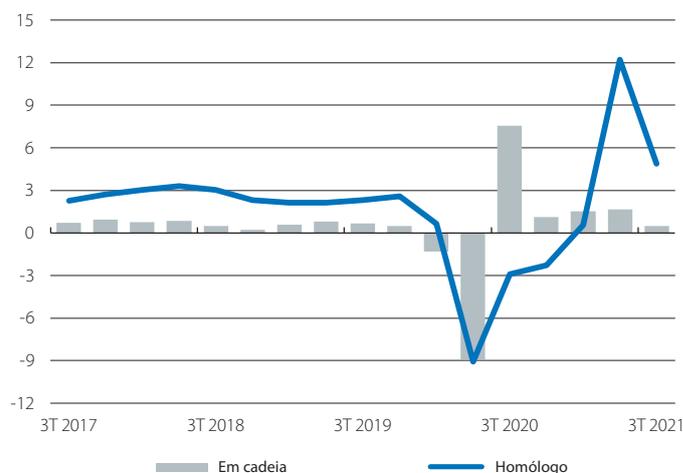
**Os riscos para a economia norte-americana continuam a ser significativos.** Em primeiro lugar, num país com um grau de vacinação elevado mas longe da imunidade de grupo e com uma percentagem da população reticente em ser vacinada, a extensão das novas variantes do vírus é um risco importante para a atividade económica. Em segundo lugar, o forte aumento da inflação nos últimos meses situou-se muito acima do esperado (5,4% em setembro a geral e 4,0% a inflação subjacente). Apesar de considerarmos que alguns dos aumentos de preços serão temporários, as pressões que começam a ser notadas nos salários e a persistência nos atrasos dos fornecimentos serão transferidas em certa medida para os preços nos consumidores, o que aumenta substancialmente um cenário no qual a inflação norte-americana se mantenha em níveis elevados durante um período mais longo do que o previamente estimado. Finalmente, uma terceira frente de risco, mais delimitada no tempo, é a orçamental, que continua aberta como fonte de incerteza mas que provisoriamente vive uma trégua. Como é conhecido, o Tesouro não se pode endividar acima do limite estabelecido pelo teto da dívida. Este limite estava suspenso e foi restabelecido no passado dia 1 de agosto (até aos 28,4 biliões de dólares), permitindo ao Tesouro ter alguma margem para pagar as suas obrigações com medidas extraordinárias, mas em outubro este limite já tinha sido alcançado. De forma temporária, o Congresso aumentou ligeiramente o teto da dívida (até aos 28,9 biliões de dólares), o que lhes dará margem até dezembro, tendo aliviado o risco a curto prazo.

## ZONA EURO

**Zona Euro: desfasamento entre oferta e procura com efeitos locais muito distintos.** A Europa é uma das geografias onde os efeitos assimétricos deste desfasamento são mais predominan-

### EUA: PIB

Variação (%)



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

### EUA: IPC

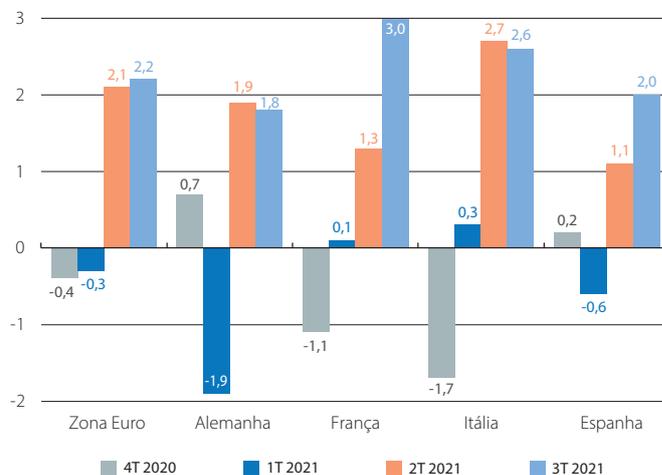
Variação homóloga (%)



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

### Zona Euro: evolução do PIB

Variação em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat

tes, tal como evidenciaram, embora de forma apenas incipiente, os dados do crescimento do 3T. Contudo, preocupa sobretudo o fim do ano. Os casos da Alemanha e da França são exemplo desta assimetria. Assim, a economia alemã, muito alavancada com o comércio mundial e muito integrada nos fluxos de bens intermédios e finais globais, poderá passar de um crescimento de 1,8% em cadeia no 3T para 0,5% no 4T. Por outro lado, França, mais orientada para o mercado interno, passará de um crescimento de 3,0% para deslizar para perto dos 1% no final do ano, acima, portanto, do registo alemão nos dois casos. A Zona Euro no seu conjunto assemelha-se mais ao caso alemão que ao francês, com um crescimento que, após se situar nos 2,2% no 3T, deslizará para os 0,8% no 4T.

**A inflação sobe, mas o risco é de maiores tensões.** Fruto desta separação entre a oferta e a procura e das tensões nas matérias-primas, especialmente as energéticas, a inflação situou-se nos 4,1% em outubro (3,4% em setembro) e é provável um novo aumento no final de 2021. Para o futuro, preocupa-nos especialmente a dinâmica dos preços do gás natural, dado que ao contexto de procura sazonal crescente se associa um baixo nível de existências. Em qualquer caso, trata-se de um episódio que deverá diminuir a sua intensidade quando a época de inverno terminar.

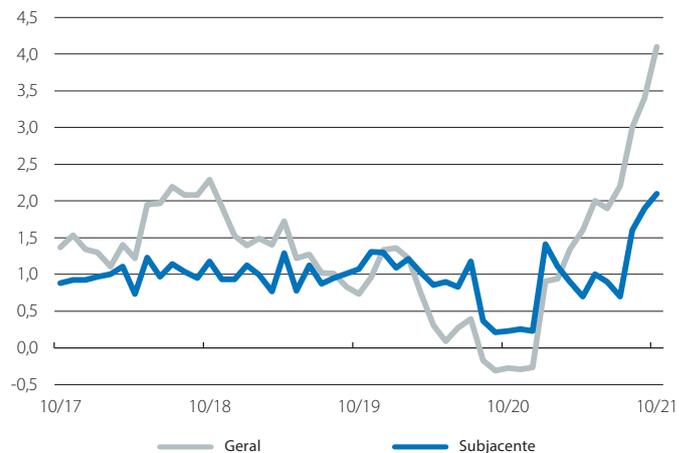
**EMERGENTES**

**Entre os países emergentes, todas as atenções centram-se na China.** As duas grandes dúvidas no gigante asiático centram-se no pulso da atividade e nos efeitos da crise da Evergrande no conjunto do país. No que toca à primeira destas questões, o PIB cresceu 4,9% homólogo no 3T 2021, arrastado pela variante delta e pelos estrangulamentos nas cadeias de fornecimentos. Em cadeia, o avanço foi de uns muito contidos 0,2%. Além do arrefecimento no trimestre, os indicadores mais recentes de atividade mostram uma tendência um tanto mista. Assim, por exemplo, a produção industrial dececionou em setembro (3,1% homólogo face aos 3,8% esperados e aos 5,2% de agosto), enquanto as vendas a retalho avançaram 4,4% em setembro (superior aos 3,5% esperados e aos 2,5% de agosto). Positivamente também, as exportações prosseguiram a sua subida em setembro com um avanço de 28,1% homólogo (25,6% em agosto), tendo o PMI de setembro mostrado uma subida no setor dos serviços que compensou a descida de agosto.

**Evergrande, um risco gerível.** Relativamente à crise de solvência da Evergrande, o maior promotor imobiliário chinês, com um passivo equivalente a aproximadamente 2% do PIB, o principal risco é o de contágio no mercado local de habitação, que poderá arrastar, por sua vez, um crescimento económico já por si só pressionado. Contudo, convém não esquecer que o Estado dispõe de capacidade para neutralizar este risco potencial e que o banco central já anunciou que a estabilidade do setor imobiliário é uma prioridade que tem muito em conta (uma afirmação que deve ser entendida como mensagem preparatória de futuras intervenções estabilizadoras).

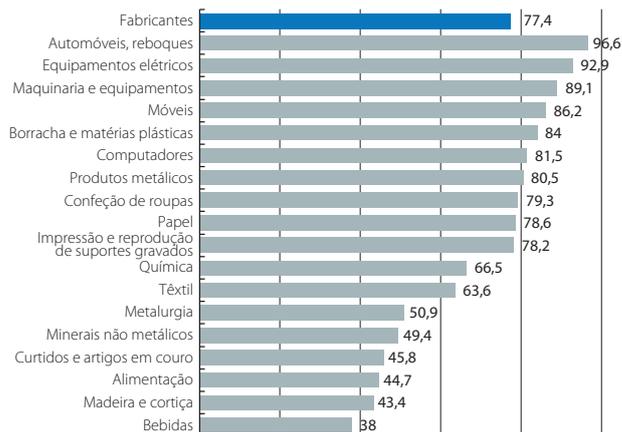
**Zona Euro: IPC \***

Varição homóloga (%)



Nota: \* Os dados correspondem ao IHPC.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

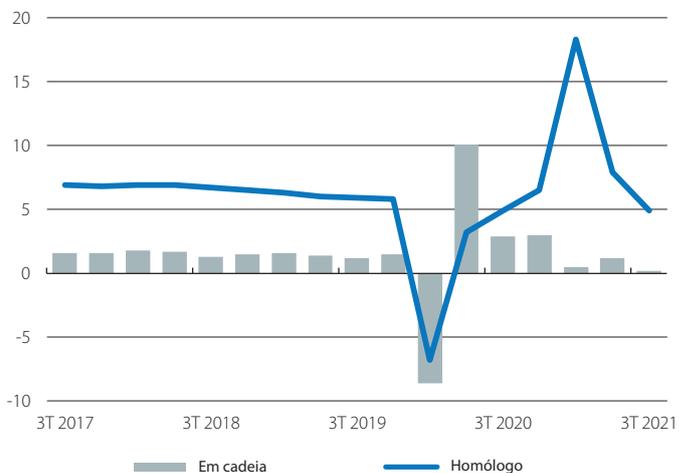
**Alemanha: escassez de produtos intermédios na indústria transformadora**  
(% de inquiridos)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ifo Business Survey, setembro de 2021.

**China: PIB**

Varição (%)



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

## Ativismo fiscal nos EUA: muito barulho por nada?

O ativismo fiscal não está a diminuir nos EUA. Após os desembolsos significativos de 2020 e 2021, a atividade fiscal centra-se agora nas negociações sobre os novos estímulos propostos pela Administração Biden: nos programas *The American Jobs Plan* (AJP, que visa infraestruturas) e *The American Family Plan* (AFP, com uma perspetiva social). No entanto, o que podemos esperar destas negociações?

### Primeiros passos na implementação dos planos Biden: desembolsos e reconciliação

Em primeiro lugar, no início do outono, o Congresso aprovou uma parte das medidas propostas no AJP, centradas em melhorar as infraestruturas clássicas do país (estradas, águas...). Embora a quantidade estabelecida seja pequena, de cerca de 550.000 milhões de dólares em novas despesas a distribuir durante 10 anos, trata-se do primeiro acordo sobre as propostas que Biden apresentou na passada primavera<sup>1</sup>.

Por outro lado, durante o verão foi acordado que iriam ser discutidas várias propostas do AJP e do AFP sob a via legal da reconciliação, através dos quais é estabelecido um orçamento de 3,5 biliões de dólares a distribuir em 10 anos. Esta via legal permite ao Congresso aprovar despesas e impostos com maioria simples e costuma facilitar a aprovação da proposta de lei que é apresentada na Câmara dos Representantes e no Senado (mais ainda quando ambas as câmaras estão nas mãos dos democratas). No entanto, a reconciliação pressupõe um processo prévio de elaboração de propostas para o projeto de lei, que poderá chegar a ser complexo. Os pontos de vista em matéria fiscal, inclusivamente dentro do próprio partido democrata, são muito diferenciados<sup>2</sup>.

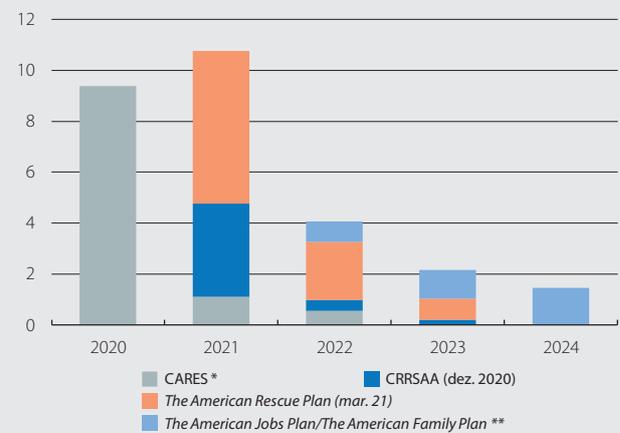
### Impactos fiscais: passado, presente e futuro imediato

A atividade fiscal foi frenética no último ano e meio com a finalidade de apoiar os cidadãos e as empresas num con-

1. A despesa federal em infraestruturas que deverá ser estipulada é de 1 bilião de dólares, mas a despesa nova equivale a 550.000 milhões de dólares. Além disso, de acordo com o Congressional Budget Office (CBO) e outros organismos, o estímulo líquido poderá ser inclusivamente menor (entre 250.000 e 400.000 milhões) dado que são consideradas outras medidas que acompanham o acordo, como a diminuição da despesa noutros âmbitos. A primeira votação que devia ter acontecido no final de setembro foi adiada.

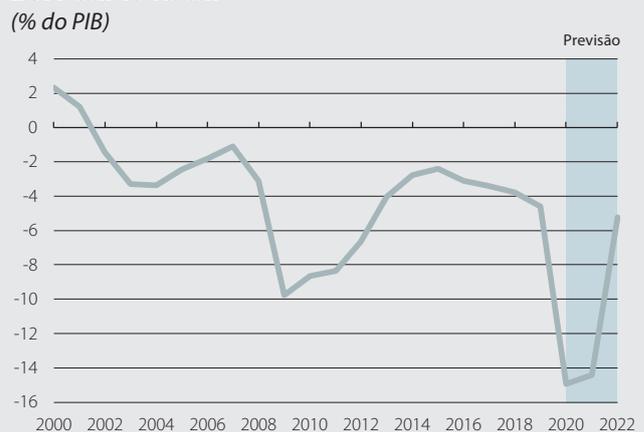
2. O processo de reconciliação costuma iniciar-se com um acordo preliminar entre democratas e republicanos de um quadro orçamental. Depois são estabelecidos vários comités (com membros de ambos partidos) que devem propor elementos específicos de despesa e fiscais. De acordo com estas propostas, é elaborada uma proposta de lei que é apresentada nas duas câmaras do Congresso para ser aprovada e que, finalmente, deve ser ratificada pelo presidente. Atualmente, a maioria democrata no Senado é muito frágil, dado que o desempate está em mãos da vice-presidente.

### EUA: principais medidas de despesa fiscal (% do PIB)



Notas: \* Inclui as várias fases do CARES Act., entre as quais se inclui o HEROES Act.  
 \*\* Previsão a partir dos números que se misturam dentro do processo de reconciliação.  
 Fonte: BPI Research, a partir da informação publicada pela Casa Branca, pela CBO e pela Bloomberg.

### EUA: saldo fiscal \*



Nota: \* Saldo federal, ano fiscal (de outubro a setembro).  
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados da FRED e do FMI (WEO).

texto de pandemia. Entre março de 2020 e março de 2021, o Executivo norte-americano aprovou medidas no valor de aproximadamente 6 biliões de dólares (equivalente a 25 % do PIB do país)<sup>3</sup>. Embora algumas dessas medidas se prolonguem até 2022, a maior parte dos desembolsos terão ocorrido entre 2020 e 2021, com um aumento muito significativo do défice público do país (ver o primeiro e o segundo gráficos).

Neste sentido, nos próximos trimestres, o fim destes programas em massa representará uma diminuição substancial do apoio fiscal à economia norte-americana (um efeito que observaremos já no final de 2021). Convém ter em conta que a capacidade de arrastamento das novas pro-

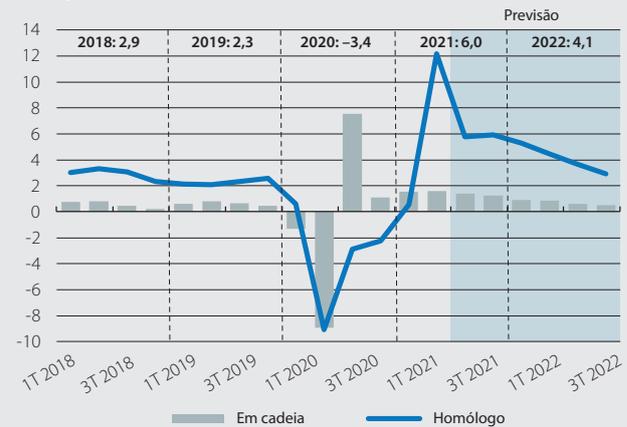
3. A maior parte das medidas eram de despesa direta.

postas (AJP e AFP) é limitada, especialmente a curto prazo. Em primeiro lugar, em termos anuais, a despesa em infraestruturas e de carácter social poderá atingir os 300.000 milhões de dólares<sup>4</sup>, a qual se afasta muito dos mais de 2 biliões de dólares anuais dos dois últimos anos. Além disso, estes programas serão acompanhados de aumentos de impostos dirigidos aos rendimentos mais altos, bem como às grandes empresas, retirando-lhes capacidade de estímulo caso estivessem financiados via défice<sup>5</sup>. A título ilustrativo, após os desembolsos que chegaram a somar mais de 6 p.p. às taxas de crescimento do PIB, nos próximos trimestres, as medidas fiscais podem chegar a subtrair ao avanço económico cerca de 4 p.p.<sup>6</sup>.

Não obstante, esta forma de financiamento do aumento de despesa não deve ser vista como algo negativo. Atualmente, a recuperação sólida da atividade económica torna desnecessário e inclusivamente contraproducente continuar com estímulos fiscais de grande envergadura. A retirada do estímulo fiscal abre caminho para a reativação da procura privada. Neste sentido, o crescimento norte-americano ainda se situará em níveis sólidos nos próximos trimestres (ver o terceiro gráfico).

## EUA: PIB

Varição (%)



**Notas:** Crescimento anual, acima. Previsões do BPI Research, Focus encerrado em 15 de outubro de 2021 antes da saída dos dados do 3T 2021.

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

4. Estamos a considerar um cenário relativamente otimista em termos de consenso bipartidário. Além disso, segundo várias análises, os desembolsos previstos serão certamente ligeiramente menores nos primeiros anos e irão alcançar os seus valores máximos entre 2024 e 2026.

5. Ver o artigo de trabalho do Congressional Budget Office: Nelson, J. y Phillips, K. (2021). «The Economic Effects of Financing a Large and Permanent Increase in Government Spending». Working Paper 2021-03, n.º 57021.

6. Para as medidas de despesa direta, utilizamos os multiplicadores fiscais mais recentes publicados pelo CBO para o CARES Act. Para as medidas de infraestruturas, consideramos multiplicadores na categoria média-baixa das estimativas, pois a curto prazo o impacto é mais baixo e além disso muitas das medidas de despesa serão acompanhadas por aumentos de impostos.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	08/21	09/21	10/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,3	-3,4	-2,3	0,5	12,2	4,9	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,0	2,1	4,7	11,9	26,2	13,8	14,6	13,5	...
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	93,8	99,1	122,1	116,7	115,2	109,8	113,8
Produção industrial	-0,8	-7,2	-4,3	-1,6	14,7	5,7	5,7	4,6	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	59,0	61,4	60,8	60,2	59,9	61,1	60,8
Habitacões iniciadas (milhares)	1.295	1.396	1.575	1.599	1.588	1.566	1.580	1.555	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	239	249	262	...	274	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	6,8	6,2	5,9	5,1	5,2	4,8	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	57,4	57,6	58,0	58,5	58,5	58,7	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,2	-3,6	-3,7	...	-3,7	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	1,2	1,9	4,8	5,3	5,3	5,4	...
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,6	1,4	3,7	4,1	4,0	4,0	...

## JAPÃO

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	08/21	09/21	10/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	0,0	-4,7	-0,8	-1,3	7,7	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	33,0	33,3	35,4	37,3	36,7	37,8	39,2
Produção industrial	-2,7	-10,6	-4,2	-1,5	19,9	5,9	7,1	-2,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-10,0	5,0	14,0	18,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	3,0	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,7	0,5	0,8	0,5	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,2	-0,4	0,2	...
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	-0,4	0,0	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	...

## CHINA

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	08/21	09/21	10/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	6,0	2,3	6,5	18,3	7,9	4,9	-	-	-
Vendas a retalho	8,1	-2,9	4,6	34,0	14,1	5,1	2,5	4,4	...
Produção industrial	5,8	3,4	7,1	24,6	9,0	4,9	5,3	3,1	...
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	51,8	51,3	51,0	50,0	50,1	49,6	49,2
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	421	524	524	621	607	635	604	635	...
Exportações	0,5	3,6	16,6	48,9	30,7	24,4	25,6	28,1	...
Importações	-2,7	-0,6	5,7	29,3	43,8	25,9	33,1	17,6	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	0,1	0,0	1,1	0,8	0,8	0,7	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	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	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4

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

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

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	08/21	09/21	10/21
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	2,4	-0,9	1,6	2,6	12,7	...	0,0	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	-1,3	-8,6	-1,5	3,6	23,6	...	5,1	...	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-15,6	-13,7	-5,5	-4,6	-5,3	-4,0	-4,8
Sentimento económico	103,7	88,2	91,4	95,3	114,3	118,1	117,6	117,8	118,6
PMI indústrias	47,4	48,6	54,6	58,4	63,1	60,9	61,4	58,7	...
PMI serviços	52,7	42,5	45,0	46,9	54,7	58,4	59,0	56,3	...
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,2	-1,5	-1,8	-1,8	1,9	...	...	-	-
<b>Taxa de desemprego</b> (% pop. ativa)	7,6	7,9	8,2	8,1	8,0	...	7,5	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,9	4,1	3,9	3,7	...	3,6	...	...
França (% pop. ativa)	8,4	8,0	8,0	8,1	8,2	...	8,0	...	...
Itália (% pop. ativa)	10,0	9,3	9,8	10,1	9,8	...	9,3	...	...
<b>PIB real</b> ( <i>variação homóloga</i> )	1,6	-6,5	-4,4	-1,2	14,2	...	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	1,1	-4,9	-2,9	-3,0	9,9	...	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	1,8	-8,0	-4,3	1,5	18,8	...	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	0,4	-9,0	-6,6	-0,7	17,0	...	-	-	-

## Preços

Porcentagem 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	08/21	09/21	10/21
Inflação geral	1,2	0,3	-0,3	1,1	1,8	2,8	3,0	3,4	...
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,2	1,2	0,9	1,4	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	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	08/21	09/21	10/21
<b>Balança corrente</b>	2,5	2,3	2,1	2,8	3,1	...	3,0	...	...
Alemanha	7,4	7,0	7,0	7,1	7,5	...	7,2	...	...
França	-0,3	-1,9	-1,9	-1,8	-1,3	...	-0,8	...	...
Itália	3,2	3,5	3,8	3,8	4,3	...	5,4	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup></b> (valor)	92,3	93,8	95,5	95,3	94,9	93,9	93,9	93,8	92,9

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

**Notas:** 1. Ponderado pelo fluxo de comércio externo. 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 variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável 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: a economia prossegue o seu caminho para níveis anteriores à pandemia

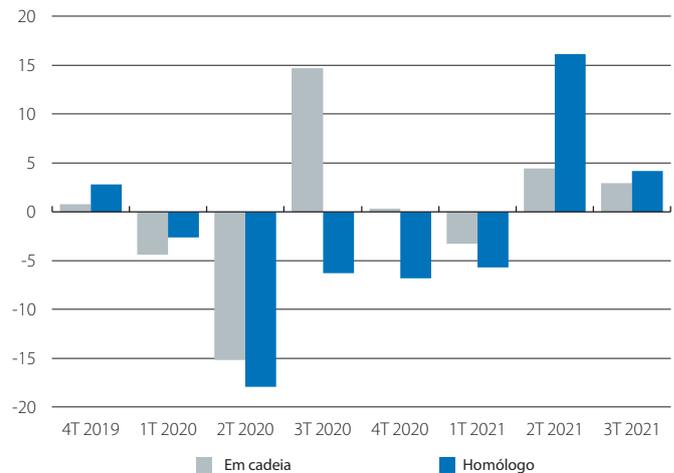
O crescimento supera as expectativas no 3T. O PIB cresceu 2,9% em cadeia e 4,2% homólogo e reduziu o diferencial face ao período pré-pandemia para -3,1%. Este crescimento foi mais intenso que o esperado pelo BPI Research e coloca em risco a atual previsão de 4% para o crescimento do PIB em 2021, com uma possível revisão em alta. Por sua vez, os indicadores disponíveis para o 4T, embora ainda poucos, sugerem uma trajetória de recuperação a bom ritmo. Nos primeiros 20 dias de outubro, o indicador diário de atividade continua a sugerir um crescimento da atividade de cerca de 3% homólogo. Além disso, o indicador de clima económico evoluiu positivamente em outubro tendo alcançado o seu valor mais alto desde o início da pandemia. Como referido iremos provavelmente ajustar em alta o crescimento em 2021 e as perspetivas para 2022 são positivas. Os progressos no controlo da doença, um ambiente financeiro favorável e uma política orçamental expansiva são os principais motivos pelos quais se espera que o crescimento se mantenha acima do potencial (entre 0,5% e 0,6% em cadeia). Apesar disso, existem fatores de risco a não desprezar, como os relacionados com a escassez de fornecimentos ou com a evolução da própria pandemia. A instabilidade política criada após o chumbo parlamentar da Proposta do Orçamento para 2022 constitui também um risco, na medida em que poderá limitar a receção dos fundos europeus, repercutir-se negativamente na confiança e provocar o adiamento das decisões de investimento.

O mercado de trabalho continua muito suportado. Destaque para os níveis de emprego, superiores aos níveis anteriores à pandemia (+34.700 empregos em agosto em comparação com agosto de 2019) e para a redução da taxa de desemprego para 6,4%. O desemprego registado continua a diminuir, embora se mantenha acima dos níveis anteriores à COVID (+57.800 desempregados). No entanto, constata-se um aumento das ofertas de emprego não cobertas: existiam 23.800 vagas em setembro (+26% face aos níveis anteriores à pandemia), um comportamento explicado principalmente pelos setores da construção, alojamento e restauração, comércio, atividades imobiliárias, administrativas, Administração Pública e atividades de saúde. Alguns destes setores, especialmente o alojamento, restauração e comércio, podem ter sido prejudicados pela fuga de trabalhadores para outros setores menos sensíveis ao evoluir da pandemia. Além disso a COVID-19 afetou a mobilidade internacional, o que poderá ter reduzido o número de imigrantes que muitas vezes ocupam lugares nestes setores. No que respeita à construção, o aumento do investimento e a escassez de mão de obra poderão também ter influenciado o aumento do número de ofertas de trabalho.

Sem sinais de desaceleração no mercado imobiliário. No 3T foram efetuadas 48.770 transações de habitações, de acordo com a Confidencial Imobiliário, menos 1.346 que no 2T mas mais 1.765 que no 4T 2019. No mesmo período, os índices de preços registaram avanços homólogos superiores a 9%. O

### Portugal: PIB

Variação (%)



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

### Portugal: ofertas de emprego \*

(Milhares de pessoas)

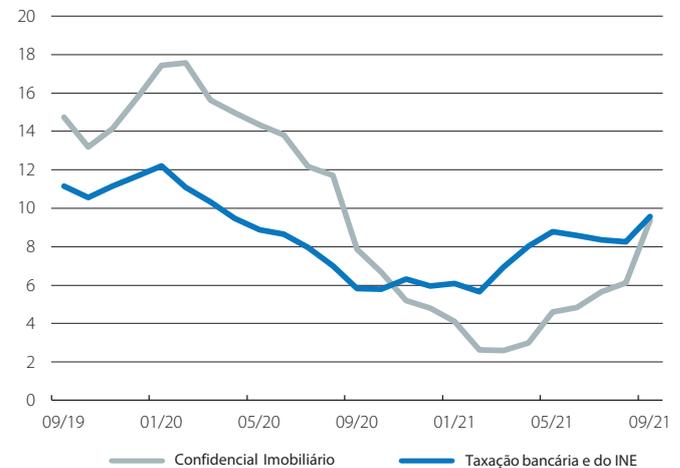


Nota: \* Ofertas de emprego registadas nas repartições de emprego (IEFP).

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

### Portugal: preço da habitação

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Confidencial Imobiliário e do INE.

ambiente financeiro global favorável, com uma vasta liquidez e com taxas de juro em mínimos históricos e o possível aumento da procura de estrangeiros, devido à proximidade do fim dos vistos *gold* nalgumas zonas do país, justificam este dinamismo do mercado.

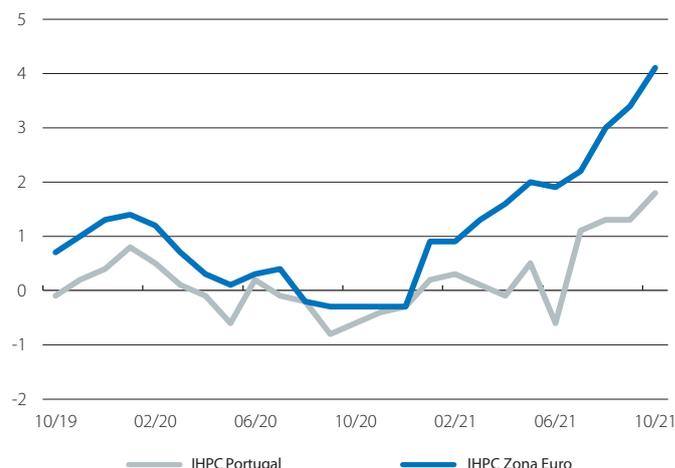
**A componente energética continua a pressionar a inflação.** A inflação ascendeu a 1,8% homólogo em outubro, superior à inflação dos três meses anteriores (1,5%). Isto deve-se ao aumento significativo dos preços da eletricidade (de 13,3% em outubro desde 10,5% em setembro). A atualização de taxas no mercado regulado da eletricidade efetuada pela ERSE em vigor desde o dia 1 de outubro, juntamente com o petróleo acima dos 80 dólares, explicam a evolução desta componente. A tendência até ao fim do ano manter-se-á ascendente mas continua rodeada de algumas incertezas, a qual é explicada também pelo impacto nos preços dos atrasos nas cadeias de fornecimento. De facto, estes atrasos possuem dois efeitos sendo um deles mais direto, como o aumento do preço dos *inputs* industriais e o outro mais indireto, pela aproximação da época de natal e pela potencial antecipação do consumo por parte das famílias. Não obstante, a subida da inflação em Portugal foi moderada comparativamente com outros países da Zona Euro.

**O impasse político leva o país a um orçamento no regime de duodécimos.** A Proposta de Orçamento do Estado para 2022 foi chumbada na votação na generalidade. Face a este cenário, o país irá para eleições no início de 2022 e, até à tomada de posse de um novo Governo, será gerido com um orçamento em duodécimos (em cada mês só pode ser gasta uma décima segunda parte do orçamento do ano anterior). Apesar do agravamento da incerteza, alguns sinais mantêm-se positivos. Em primeiro lugar, a execução orçamental sugere até setembro uma melhoria das contas públicas: o défice alcançou 2,9% do PIB (3,5% no mesmo período de 2020) e, mantendo-se este ritmo de execução, poderemos alcançar um défice ligeiramente inferior aos 4,3% estimados pelo Governo. Em segundo lugar, a sustentabilidade da dívida pública, com uma gestão que permitiu alargar os vencimentos (de 6 anos no início de 2011 para 7,6 no início deste ano) e reduzir o custo da dívida (em 2020 foi de 2,2% face aos 4,1% em 2011). Ao mesmo tempo, os programas de compras de ativos do BCE permitem que o país beneficie de custos de financiamento mais baixos.

**A carteira de crédito do setor privado não financeiro mantém uma trajetória ascendente, ainda influenciada pelas moratórias.** Especificamente, cresceu 4,2% homólogo em setembro, com uma evolução positiva quer de particulares quer de empresas (3,2% e 5,8%, respetivamente). Se bem que ainda não seja conhecido o comportamento das novas operações, é possível que as moratórias continuem a incidir nesta dinâmica. Ainda assim, já é apreciada a descida significativa do montante de empréstimos em moratória em setembro (-17.000 milhões face a agosto), com o fim da moratória pública para as adesões que ocorreram até finais de setembro de 2020. Estimamos que o peso na carteira de crédito do setor privado não financeiro tenha descido desde 17,9% em agosto para 9,4% em setembro. Apesar do fim desta medida e considerando a atual conjuntura de recuperação económica e do controlo da pandemia, não são esperados impactos significativos para o sistema financeiro.

### Portugal: IHPC

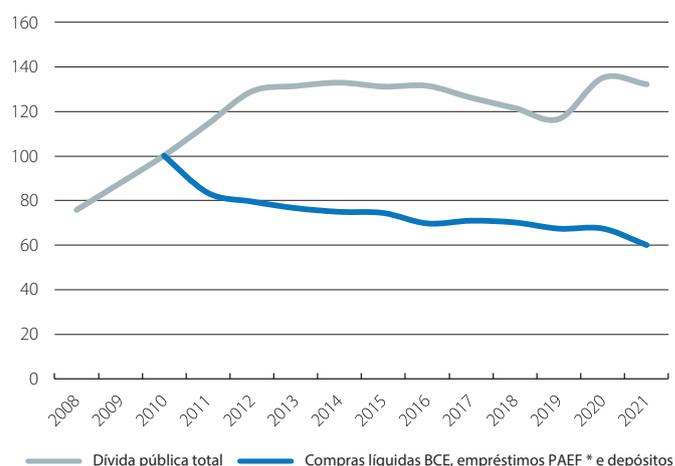
Varição homóloga (%)



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

### Portugal: dívida pública

(% do PIB)

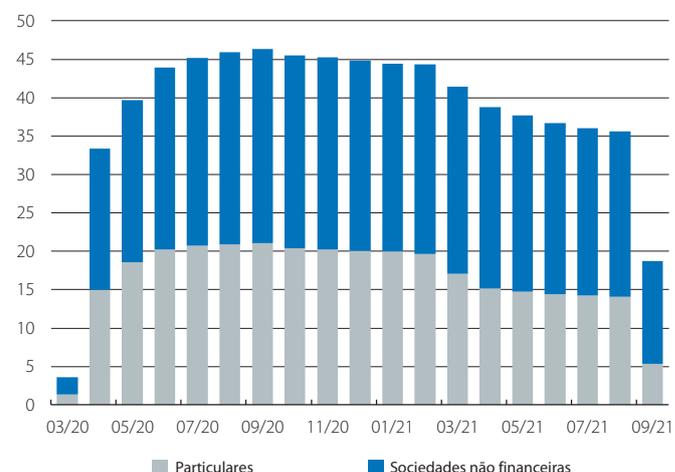


Nota: \* Programa de Assistência Económica e Financeira.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Banco de Portugal, BCE e IGCP.

### Portugal: empréstimos sob moratória

(Milhares de milhões de euros)



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

## Annus horribilis do turismo português: quedas assimétricas e recuperação a duas velocidades

A importância do turismo na economia portuguesa é inegável e pode ser corroborada por diversas métricas. Por exemplo, no ano anterior à pandemia, 2019, as exportações de turismo representaram cerca de 20% do total das receitas da balança de bens e serviços. Quanto ao emprego, 2019 fechou com um número de pessoas empregadas no setor do alojamento e da restauração superior a 330.000, cerca de 7% da totalidade de empregos.

Ao tratar-se de uma atividade dependente da mobilidade da população para operar, a situação sanitária e os confinamentos fizeram de 2020 um *annus horribilis* para o setor: os proveitos totais gerados nos estabelecimentos de alojamento turístico registaram uma queda de quase 3.000 milhões de euros (ver o primeiro gráfico) e o número total de hóspedes, que registou um CAGR<sup>1</sup> de 10% no período entre 2013 e 2019, caiu 61% (ver o segundo gráfico). Foi especialmente impressionante a queda sofrida no 2T 2020, de 92% homólogo, coincidente com a declaração do primeiro estado de emergência e do confinamento restrito que ocorreu entre 18 de março e 3 de maio.

Em agosto de 2020, o mês tipicamente mais forte para o turismo nacional, um em cada cinco estabelecimentos de alojamento turístico estiveram encerrados ou não registaram movimento de hóspedes e a taxa de ocupação em regiões como o Algarve foi de apenas 56%, quando na época anterior à pandemia superava recorrentemente os 80%.

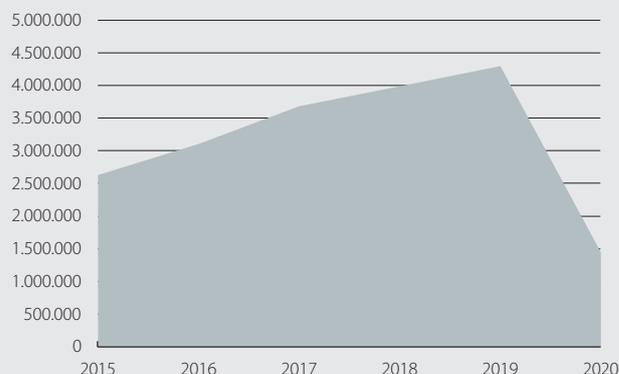
Estas quedas, apesar de serem generalizadas, não foram simétricas se nos fixarmos na tipologia dos turistas: em 2020, o número de turistas residentes contraiu 39% face aos 76% dos não residentes. Entre os turistas não residentes a queda também não foi uniforme, tendo-se manifestado com maior intensidade no turismo de longa distância como, por exemplo, o mercado emissor dos EUA (-89%), o que contrasta com os mercados mais próximos como o espanhol (-65%).

O que podemos dizer sobre 2021? Com os últimos dados disponíveis divulgados pelo INE relativamente a agosto, é já seguro afirmar que 2021 é o ano do início da recuperação para o setor. Em comparação com 2019, a queda no número acumulado de hóspedes entre janeiro e agosto de 2021 (-58%) é já inferior à queda no mesmo período de 2020 (-61%). Mais uma vez esta realidade não é simétrica: o número acumulado de turistas residentes supera já os números de 2020, o que não acontece com os não residentes (ver o terceiro gráfico). Os mercados internos constituíram em muitos países o motor para a recuperação do setor, tendo na China e na Rússia a capacidade ocupada

1. Compound Annual Growth Rate.

### Portugal: receitas anuais de estabelecimentos de alojamento turístico

(Milhares de euros)



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

### Portugal: número de turistas e RevPAR

(Milhares)

(Euros)

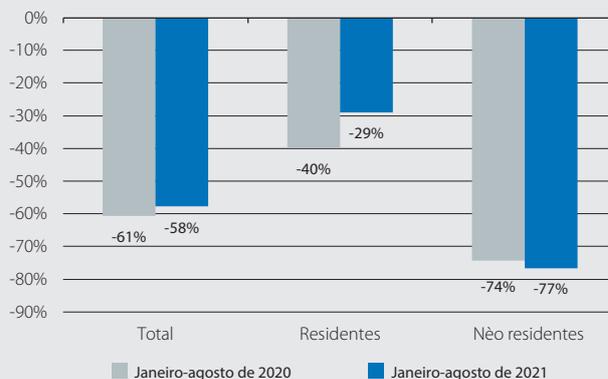


Nota: \* Receita por quarto disponível.

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

### Portugal: número acumulado de turistas até agosto

Varição face a 2019 (%)

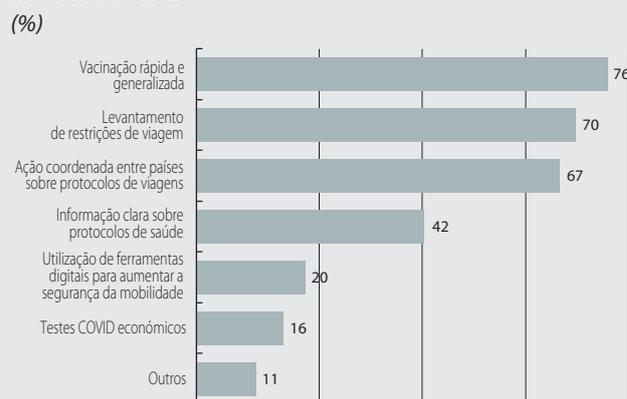


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

para voos domésticos superado os níveis anteriores à crise<sup>2</sup>. Naquele que é considerado o mês «dourado» do turismo em Portugal (agosto), nunca o slogan «vá para fora cá dentro» foi tão adequado como em 2021, dado que foi atingido o número mais elevado de dormidas de residentes desde que existem registos, 4,2 milhões, o que supera em 22% as dormidas de agosto de 2019, que era o anterior máximo histórico. Todas as regiões, com exceção da área metropolitana de Lisboa, registaram em agosto de 2021 um maior número de dormidas de residentes em comparação com o mesmo mês de 2019. No entanto, destacam-se as regiões da Madeira e dos Açores, com um número de dormidas de residentes superior a agosto de 2019 em 62% e em 40%, respetivamente. Também em julho, o número de dormidas de turistas nacionais tinha já superado em 6% as dormidas do mesmo mês de 2019.

Se o turismo interno parece seguir um caminho consolidado de recuperação, o que poderemos esperar do turismo de não residentes? O inquérito realizado em setembro pela WTO<sup>3</sup> a um painel de especialistas destaca claramente a vacinação rápida e generalizada contra a COVID-19 como principal fator que poderá contribuir para a recuperação do turismo internacional (ver o quarto gráfico). Nesta matéria, Portugal tem vindo a destacar-se como um dos países do mundo com maior percentagem de população vacinada. Convém lembrar que a dimensão «Safety & Security» associada ao turismo em Portugal é uma das suas principais vantagens competitivas<sup>4</sup> e esta dimensão sai claramente reforçada com a campanha de vacinação muito bem sucedida. No inquérito da WTO, o levantamento das restrições às viagens é apontado como o segundo fator mais importante para a reativação do turismo internacional. De facto, a recuperação do setor da aviação e a reabertura de rotas é determinante e comprovamos que existe historicamente uma forte correlação entre os voos nos aeroportos nacionais e o número de turistas internacionais. Em função desta relação, projetámos o que poderá ser a evolução do turismo de não residentes até finais de 2021. Com os dados de turismo conhecidos até agosto e com os dados de voos até setembro (ver o quinto gráfico), prevemos que o 3T 2021 feche ainda com cerca de -60% de turistas estrangeiros em comparação com 2019 e com uma redução do *gap* face a 2019 no 4T 2021, para -41%. Tendo também em conta que anteriormente à pandemia os turistas da UE representavam cerca de metade do turismo internacional português, a adoção na UE do certificado digital COVID representa um importante facilitador para a livre circulação e para a reativação do setor. No entanto, os números mantêm-se em níveis muito baixos nos turistas de longa distância. No 2T 2021, os turistas

### Portugal: fatores de recuperação do turismo internacional



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Organização Mundial do Turismo (Inquérito do painel de especialistas, setembro de 2021).

### Portugal: número de turistas não residentes



Notas: Previsão para o número de hóspedes não residentes no final do 3T e 4T 2021 baseado numa regressão de mínimos quadrados com pontos de rutura utilizando o número de voos em território nacional como variável explicativa. O número de voos para o 4T 2021 é obtido de acordo com um modelo ARMA (4,2).

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

provenientes da China e dos EUA (foram mais de 1,5 milhões no ano anterior à pandemia) eram ainda 98% e 94% inferiores, respetivamente, relativamente ao mesmo trimestre de 2019. Tal como já foi exposto, as quedas foram assimétricas e a recuperação do setor é também desigual em função da tipologia do turista e da região do país.

Existem alguns fatores de otimismo para os próximos tempos, contudo, importa não esquecer o grande pressuposto subjacente a estes cenários – a duração da imunidade efetiva das vacinas e o não aparecimento de novas variantes mais agressivas do vírus.

2. Dados da World Tourism Organization (World Tourism Barometer, vol. 19, n.º 5, setembro de 2021).

3. World Tourism Organization.

4. Dados do World Economic Forum (The Travel & Tourism Competitiveness Report 2019).

**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	08/21	09/21	10/21
Índice coincidente para a atividade	1,0	-5,5	-5,4	-3,2	0,5	2,1	2,2	2,1	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-2,2	-6,9	-2,1	-0,8	25,0	...	-9,0	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-14,7	-13,6	-5,0	-1,5	-1,5	-3,3	-3,4
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	15,4	0,7	12,8	45,0	-28,4	...	1,2	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	-5,7	1,0	0,5	58,3	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	10,4	8,3	6,0	6,2	8,5	8,7	8,2	9,6	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-76,2	-76,2	-86,7	-74,2	-38,8	-55,2	-38,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-19,5	-19,1	-9,9	5,5	6,9	7,2	9,8
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-1,9	-7,5	16,0	...	3,0	...	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,2	-6,1	-5,6	-1,2	3,8	6,1	6,2	6,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,2	-24,4	-17,3	-13,6	-13,8	-12,9	-10,9
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	1,2	-1,9	-1,2	-1,3	4,5	...	3,8	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	7,0	7,3	7,1	6,7	...	6,4	...	...
<b>PIB</b>	2,7	-8,4	-6,8	-5,7	16,2	4,2	-	-	-

**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	08/21	09/21	10/21
Inflação global	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,8	1,5	1,5	1,5	1,8
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	0,5	0,2	0,9	0,9	0,9	1,1

**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	08/21	09/21	10/21
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,3	-10,3	-8,0	9,5	...	12,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-14,8	-14,8	-15,7	1,7	...	7,7	...	...
<b>Saldo corrente</b>	0,9	-2,2	-2,2	-2,1	-1,5	...	-2,1	...	...
Bens e serviços	1,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,8	...	-4,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,3	1,3	1,4	2,3	...	2,2	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	2,8	0,0	0,0	0,1	0,5	...	1,1	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

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

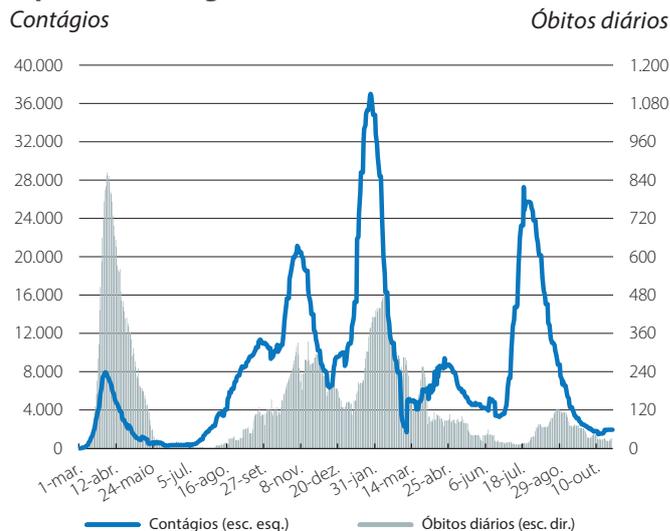
## Espanha: aumentam os riscos descendentes

**Por enquanto a pandemia mantém-se sob controlo.** Graças ao enorme desenvolvimento da vacina, que atinge cerca de 90% da população suscetível de ser vacinada, tanto a incidência como as taxas de ocupação das Unidades de Cuidados Intensivos por pacientes COVID mantiveram-se em níveis muito contidos no último mês. Relativamente ao futuro, se bem que a pandemia possa dar lugar a novas vagas devido ao aparecimento de novas variantes ou a um contexto sazonal algo mais adverso, prevemos que o impacto na economia seja mais limitado devido ao facto das vacinas continuarem a ser eficazes para evitarem casos graves da doença. Embora já não seja de esperar que seja necessário voltar a implementar medidas de restrição à atividade, a pandemia continuará a afetar o andamento da economia devido ao aumento das incertezas ou às disrupções que possam ocorrer sobre os fluxos comerciais globais ou sobre a mobilidade internacional, na medida em que isso poderá afetar mais outros países com menores taxas de vacinação.

**A recuperação do PIB foi menos intensa que o esperado no 3T deste ano.** O PIB aumentou 2,0% em cadeia no 3T (2,7% homólogo), um registo elevado e superior ao do trimestre anterior (de 1,1%), mas inferior ao previsto (3,0% de acordo com o BPI Research), situando o PIB 6,6% abaixo do nível anterior à crise (4T 2019). O consumo privado mostrou-se mais frágil que o esperado (-0,5% em cadeia) se tivermos em conta o pico que o turismo doméstico mostrou e a evolução favorável do emprego durante a época de verão. Em contrapartida, as exportações aumentaram uns significativos 6,4% em cadeia, impulsionadas principalmente pela recuperação das vendas externas do setor dos serviços (+24,4% trimestral). Com toda a probabilidade, este último dado reflete a recuperação significativa, embora incompleta, dos fluxos turísticos estrangeiros durante a época de verão. Dizemos incompleta porque apesar da forte subida, as exportações de serviços ainda se mantêm 29,2% abaixo do nível anterior à crise. Por seu turno, as importações tiveram um comportamento muito mais comedido e avançaram 0,7% em cadeia. Deste modo, o crescimento durante o 3T teve origem, na sua quase totalidade, do lado da procura externa, que contribuiu 1,8 p.p. para o crescimento trimestral do PIB, face à contribuição exígua de 0,2 p.p. da procura interna. Os dados do PIB do 3T, embora positivos, abrandam ligeiramente as expectativas de uma reativação muito rápida da economia após o regresso, gradual, da normalidade económica, levando-nos a ter que rever o cenário para nos adequarmos a uma recuperação menos vigorosa que a inicialmente prevista. A necessidade desta revisão é aumentada pelas incertezas que rodeiam as previsões de crescimento para o 4T 2021. Assim, é possível que o impacto da forte subida da inflação sobre o consumo e sobre o efeito das disrupções nas cadeias de fornecimentos globais sobre o setor industrial arraste a evolução da economia no período final do ano.

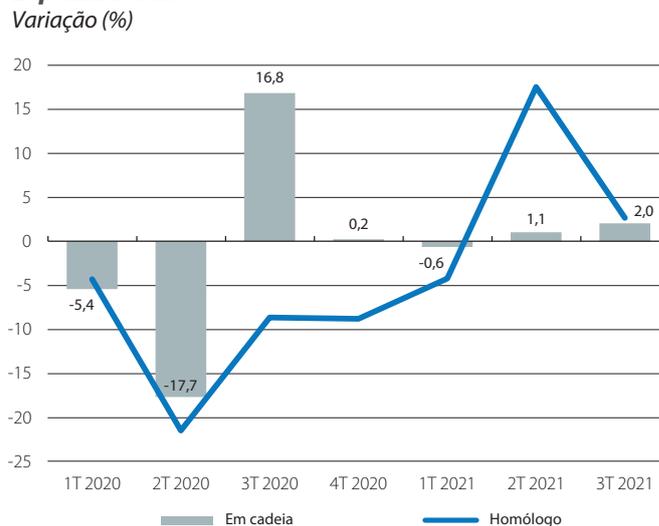
**O dinamismo é moderado no início do 4T.** Em outubro, o índice PMI do setor industrial caiu 0,7 pontos até se situar nos 57,4 pontos. Embora o indicador se mantenha amplamente acima do limite da ausência de alterações (50 pontos), uma leitura com mais detalhe deixa transparecer uma maior preocupação por parte das empresas acerca das dificuldades em responder ao aumento da procura devido às disrupções nas cadeias de forne-

## Espanha: contágios e óbitos diários COVID



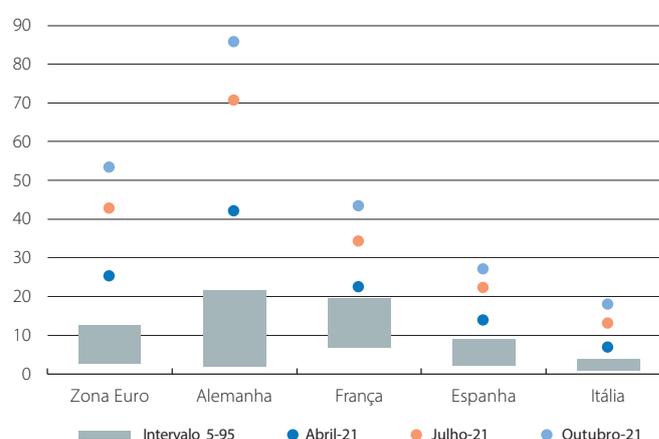
**Nota:** São mostradas médias de 7 dias de contágios e de óbitos. Dados por data de notificação.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Saúde espanhol.

## Espanha: PIB



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

## Fatores limitativos no fabrico de produtos: escassez de material ou de equipamentos (% de empresas)



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

cimentos. Esta preocupação torna-se evidente segundo o inquérito trimestral do setor industrial publicado pela Comissão Europeia: 27% das empresas referiram que o fator que limitava a sua capacidade de produção é a escassez de materiais e/ou de equipamentos: um dado elevado se tivermos em conta que, de acordo com os dados históricos, habitualmente apenas entre 2% e 7% das empresas em Espanha mencionam este fator como fator limitativo. Por seu lado, o índice PMI para o setor dos serviços situou-se nos 56,6 pontos, um registo semelhante ao do mês anterior (56,9 pontos) que sugere um ritmo elevado de expansão. Contudo, tal como ocorre no setor industrial, as preocupações acerca do aumento dos custos resultantes dos problemas nas cadeias de fornecimentos também subiram.

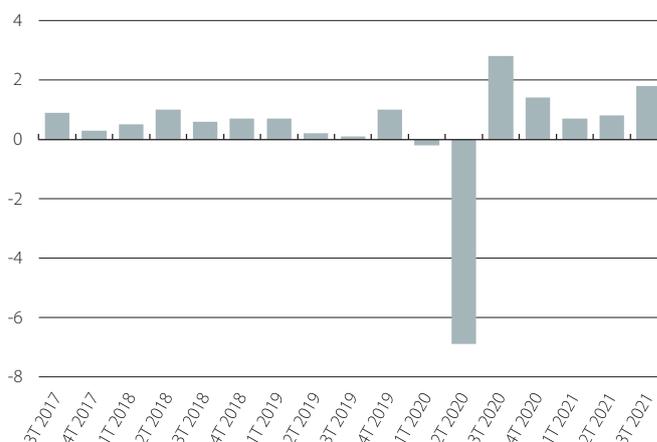
**Forte recuperação do emprego no verão.** Segundo os resultados do EPA do 3T 2021, o mercado de trabalho mostrou um dinamismo intenso durante o verão, com um aumento do número de empregados em 359.000 pessoas, superando assim os 20 milhões, algo que não acontecia desde 2008, um número superior ao anterior à pandemia (19,97 milhões no 4T 2019). Trata-se da segunda maior criação de emprego num 3T, após o forte aumento registado no ano passado após o desconfinamento. Por sua vez, o desemprego desceu em 127.000 pessoas no trimestre, para 3,42 milhões e a taxa de desemprego desceu de 15,3% para 14,6%, embora se mantenha acima dos níveis anteriores à pandemia (13,8% no 4T 2019). Além disto, foi apelativo o forte aumento da população ativa (+232.200), para 23,45 milhões, um número que supera o nível anterior à pandemia (23,16 milhões), o qual poderá apontar para uma melhoria das perspetivas em termos de trabalho. Sem este forte aumento dos ativos, a taxa de desemprego teria caído ainda mais.

**A inflação mantém-se em alta, impulsionada pelos preços da energia.** A crise da energia continua a dominar as dinâmicas da inflação. Em outubro a inflação subiu para 5,5% (4,0% em setembro), o nível mais alto desde outubro de 1992 e, embora ainda não se conheçam os detalhes da evolução das componentes da inflação, o INE de Espanha indica fortes subidas dos preços da eletricidade e dos combustíveis, face às descidas observadas em outubro do ano passado. Assim, em setembro, mês do qual dispomos do detalhe por componentes, a eletricidade contribuiu 1,6 p.p. para o aumento da inflação e tudo parece indicar que esta contribuição seja maior em outubro. Por outro lado, a inflação subjacente aumentou 0,4 p. p. para 1,4%, um aumento significativo que poderá ser indicativo que as empresas, cujas margens estão a ser pressionadas devido ao aumento dos preços da energia bem como dos insumos resultantes dos problemas nas cadeias globais de fornecimento, estão a começar a transferir o maior custo de produção para os consumidores.

**O Governo apresenta o Plano Orçamental à Comissão Europeia.** Em termos de défice público, o Plano apresentado prevê um défice de 5,0% em 2022, o que representa uma redução de 3,4 p.p. relativamente ao défice previsto pelo Governo em 2021, graças principalmente à recuperação económica. Estima-se que as receitas públicas consolidadas do conjunto das Administrações Públicas aumentem 4,6% homólogo (7,1% face a 2019) graças ao progresso da cobrança fiscal e às contribuições para a segurança social. Do lado das despesas, prevê-se uma queda da despesa pública de 2,2% em 2022 (o aumento relativamente a 2019 é de 12,0%). Além disso, as pensões serão reavaliadas com a inflação média de dezembro de 2020 até novembro de 2021.

**Espanha: emprego\***

Variación em cadeia (%)



Nota: \* Série ajustada de sazonalidade.

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

**Espanha: IPC**

Variación homóloga (%)

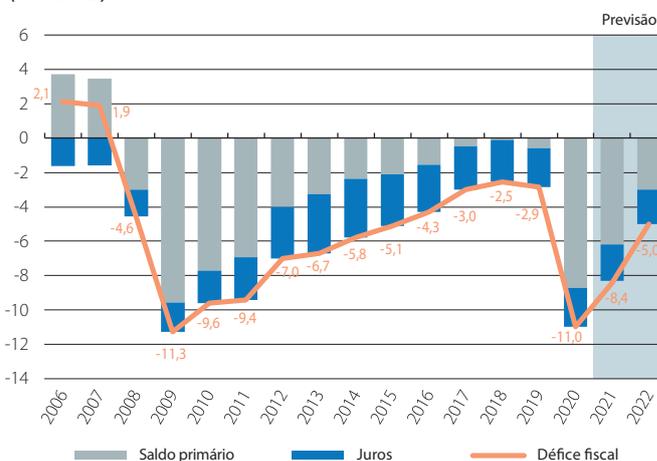


Nota: O último dado refere-se ao indicador antecipado.

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

**Espanha: projeção do défice fiscal de acordo com o plano orçamental para 2022**

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

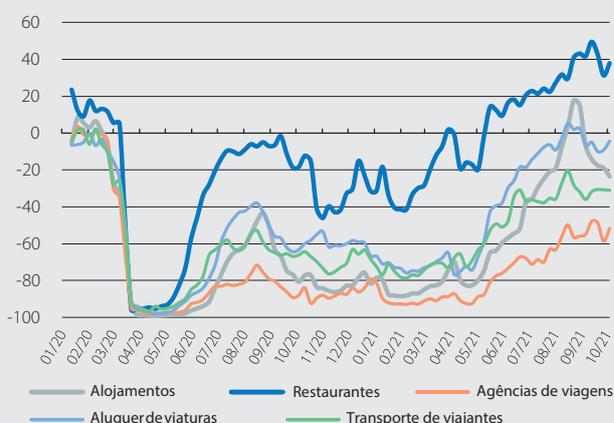
## Uma colheita promissora de verão para o turismo espanhol

A situação do setor turístico espanhol<sup>1</sup> melhorou muito significativamente durante os meses de verão, batendo as previsões de boa parte das empresas do setor. A vacinação de grande parte da população, a implementação do Certificado Digital COVID da UE, a grande procura turística retida e a moderação das restrições na restauração foram o leque de fatores que apoiaram uma recuperação muito importante e necessária para o setor, para além de assentar bases mais sólidas relativamente aos próximos trimestres.

Os indicadores de procura turística mostraram já um claro ponto de viragem durante o 2T, com o final do estado de emergência no início de maio e a aprovação do Certificado Digital COVID da UE justamente no final do trimestre. Deste modo, a procura turística ganhou um grande dinamismo nos meses de julho e agosto: as dormidas de turistas, após terem caído 81% em abril relativamente ao mesmo mês de 2019, passaram para 22% no mês de agosto. A melhoria dos registos foi fruto do extraordinário comportamento da procura turística doméstica, que alcançou um nível 12% superior ao observado em agosto de 2019, suportada pelo efeito da procura cativa<sup>2</sup>. Por sua vez, a procura internacional melhorou de uma forma significativa, mas com diferenças

### Indicador CaixaBank de consumo

Variação em comparação com a mesma semana de 2019 (%)



**Nota:** O indicador inclui a despesa presencial com cartões efetuados em TPAs do CaixaBank segundo o tipo de comércio.

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

muito acentuadas em função do país de origem. O turismo proveniente da UE registou uma queda de 37% relativamente a agosto de 2019 (-88% em abril), enquanto as chegadas de turistas extracomunitários fecharam agosto com quedas ainda muito significativas (-69%).

### Despesas de turismo com cartão segundo o país de origem

Variação relativamente ao mesmo período de 2019

		2020	Abr.- 21	Mai.-21	Jun.-21	Jul.-21	Ago.-21	Set.-21
Potencial de recuperação	Turistas domésticos	-32%	-40%	-5%	12%	14%	19%	17%
	Turistas internacionais	-63%	-68%	-55%	-48%	-29%	-17%	-14%
Curto prazo	França	-51%	-64%	-29%	-24%	-14%	-10%	-8%
	Alemanha	-62%	-54%	-23%	-23%	-7%	-5%	-1%
	Países Nórdicos	-72%	-81%	-70%	-59%	-36%	-21%	-12%
	Países Baixos	-62%	-68%	-53%	-28%	-9%	22%	29%
	Itália	-64%	-64%	-54%	-44%	-37%	-34%	-27%
	Bélgica	-55%	-68%	-32%	-27%	-7%	1%	12%
	Suíça	-60%	-42%	-17%	-16%	16%	22%	7%
	Irlanda	-74%	-77%	-76%	-73%	-53%	3%	8%
	Portugal	-57%	-70%	-30%	-32%	-34%	-26%	-8%
Médio prazo	Reino Unido	-64%	-80%	-79%	-69%	-39%	-24%	-21%
	EUA	-72%	-76%	-72%	-63%	-39%	-22%	-26%
	América Latina e Canadá	-67%	-72%	-72%	-68%	-50%	-34%	-25%
Longo prazo	Rússia	-69%	-61%	-69%	-75%	-78%	-75%	-69%
	Resto do mundo	-74%	-81%	-78%	-77%	-62%	-59%	-52%

**Nota:** Despesas em TPAs do CaixaBank feitas com cartões estrangeiros e cartões espanhóis fora dos seus locais habituais de consumo (residência, local de trabalho, etc.) corrigidas pela penetração de TPAs CaixaBank em cada município.

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

1. Para maior detalhe sobre a situação e perspetivas do setor do turismo, ver o *Relatório Setorial de Turismo 2S 2021* publicado no nosso site: <https://www.caixabankresearch.com>

2. A mudança de destinos no estrangeiro para destinos dentro de Espanha face aos obstáculos fronteiriços ainda latentes em muitos países. De acordo com os dados mais recentes do Inquérito de turismo de residentes (FAMILITUR) do INE espanhol, apenas 10% da despesa efetuada por residentes em Espanha foi feita no estrangeiro em junho deste ano, face aos 32% de junho de 2019.

Os dados positivos da procura em Espanha foram acompanhados por uma diminuição importante das empresas turísticas que permaneciam inativas ou fechadas, especialmente no setor da hotelaria. De acordo com o inquérito de ocupação hoteleira, em agosto de 2021 foram registados menos 13% de estabelecimentos hoteleiros abertos que em agosto de 2019, o que implica uma recuperação muito vigorosa se a comparamos com a queda de 40% do número de estabelecimentos abertos sofrida na média de 2020.

A recuperação dos preços do turismo mostrou sinais mistos. Assim, os preços dos hotéis, medidos através do ADR (tarifa média diária por quarto), situaram-se no passado mês de agosto 5,2% acima do mesmo mês de 2019. Por seu lado, de acordo com dados do índice de preços no consumidor do INE espanhol, o setor da restauração manteve um nível de preços muito semelhante ao de 2019 desde que eclodiu a pandemia da COVID-19, enquanto o setor do transporte aéreo sustenta ainda um destacável ajustamento de preços desde o início da mesma.

### O que nos diz o big data sobre a situação do setor do turismo

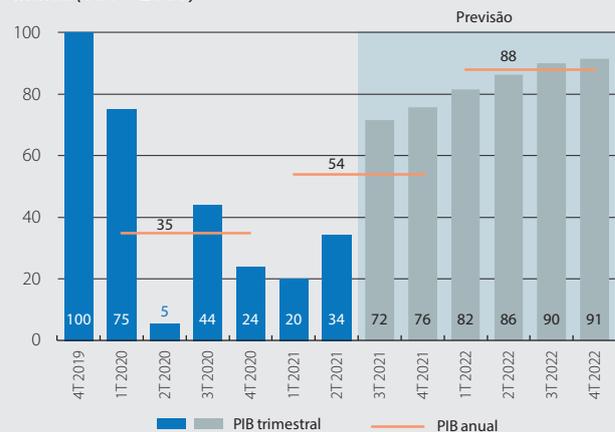
O indicador das despesas com cartão em TPAs do Caixa-Bank por ramo de atividade turística que mostramos no primeiro gráfico reflete algumas particularidades entre ramos. A despesa com cartão em alojamentos (hotéis, parques de campismo e semelhantes) melhorou extraordinariamente durante agosto, situando-se 6% acima do registo de agosto de 2019, embora em setembro se tenha observado um abrandamento moderado no setor, que caiu 16% em comparação com o mesmo mês de 2019. Por seu lado, a despesa em restauração tem-se mantido muito superior à de 2019, com um crescimento de 41% em setembro<sup>3</sup>. Os restantes estabelecimentos ligados ao turismo apresentam grandes diferenças de intensidade na sua recuperação, destacando-se o caso dos pagamentos em agências de viagens, que se mantiveram muito deprimidos durante a época de verão.

Por outro lado, os dados de pagamentos com cartão em TPAs do CaixaBank, em função do país de origem, permitem-nos caracterizar os mercados emissores de acordo com o potencial de recuperação que mostraram até setembro. Assim, o turismo doméstico confirma a sua completa recuperação. Os mercados emissores da UE aproximaram-se de uma forma muito considerável dos níveis de despesa observados no mesmo período de 2019, tendo-os inclusivamente superado nalguns casos. Isto, combinado com a tendência

3. É de destacar que o indicador de consumo baseado nos pagamentos com cartão em TPAs do CaixaBank estima uma evolução mais positiva do consumo que a evolução do consumo real, devido ao efeito que tem a maior utilização do cartão como meio de pagamento após a eclosão da COVID-19. Por exemplo, de acordo com os dados do volume de negócios que o INE de Espanha publicou para o mês de julho, os alojamentos e restaurantes registaram, respetivamente, uma queda de faturação de 32% e de 20% relativamente a julho de 2019, enquanto, no mesmo período, os pagamentos em TPAs do CaixaBank caíram 26% em alojamentos, tendo crescido 24% em restaurantes.

### Evolução do PIB do turismo

Índice (100 = 2019)



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

de melhoria que se mantém em setembro, aponta para uma possível recuperação a curto prazo. Por outro lado, observamos o Reino Unido, ligeiramente mais atrasado que o esperado, juntamente com os EUA, o Canadá e a América Latina, que mostram uma tendência de melhoria muito clara. Finalmente, nos restantes mercados emissores é observada uma recuperação mais frágil.

### Previsões do BPI Research para o setor do turismo em Espanha

Até ao final de 2021, esperamos que: (i) a despesa turística internacional continue a avançar, suportada pela recuperação do turismo da UE e pela melhoria do turismo britânico, e (ii) que a despesa dos turistas domésticos mantenha os níveis anteriores à COVID. Assim, estimamos que o PIB do turismo cresça 55%, pelo que se situaria em 54% do nível de 2019.

Para 2022, esperamos que a despesa dos turistas internacionais duplique graças à normalização do turismo da UE e à recuperação dos mercados do Reino Unido e das Américas, principalmente dos EUA e do Canadá. No que diz respeito ao turismo doméstico, esperamos que a procura cativa continue a manter a despesa dos turistas espanhóis em níveis ligeiramente superiores aos de 2019. Com isto, esperamos que o PIB do turismo em 2022 se situe num nível de 88% relativamente ao PIB de 2019, registando um crescimento anual de 63%.

Com estas perspetivas, esperamos que o exercício de 2022 seja acompanhado por uma normalização da rentabilidade do setor. Apesar disso, o papel da política económica nos próximos meses continuará a ser essencial através, entre outras ferramentas, dos ERTE-Layoff e da gestão do Fundo de Apoio à Solvência de Empresas Estratégicas. Além disso, será também importante uma gestão ágil e eficaz dos fundos Next Generation EU (NGEU) para financiar investimentos em digitalização, sustentabilidade e melhoria de infraestruturas, que atualmente são dificilmente suportáveis por uma indústria do turismo muito lesada, mas que serão muito necessários para sair desta crise, mantendo o estatuto de Espanha como o destino turístico mais competitivo do mundo.

## Contas públicas em 2022: uma deslocação de despesa cíclica para despesa estrutural

O Governo espanhol apresentou nas Cortes Gerais a Proposta do Orçamento Geral do Estado para 2022 e enviou a Bruxelas o seu Plano Orçamental com a imagem das contas consolidadas do conjunto das Administrações Públicas (A. P.). Em termos de défice público, prevê-se um défice de 5,0% em 2022, o que representa uma redução de 3,4 p.p. em comparação com o défice previsto em 2021, graças principalmente à recuperação económica. Prevê-se que as receitas públicas consolidadas do conjunto das Administrações Públicas aumentem 4,6% homólogo (7,1% face a 2019). Pelo lado das despesas, serão reavaliadas as pensões com a inflação média de dezembro de 2020 a novembro de 2021 e prevê-se uma queda homóloga da despesa pública em 2022 de 2,2% (o aumento relativamente a 2019 é de 12,0%). No entanto, o que está por detrás destes números? Em que rubricas se concentrará a redução do défice?

### Receitas: apoiadas pela recuperação económica

O aumento das receitas (excluindo o NGEU) projetado para 2022 é fundamentalmente cíclico, visto que será proveniente da melhoria económica<sup>1</sup>. Os principais artífices das maiores receitas serão, relativamente a 2019, os impostos diretos (+16.300 milhões de euros, com um aumento da cobrança através do IRS de mais de 13.000 milhões de euros) e das contribuições para a segurança social (+12.600 milhões de euros). Por seu lado, os impostos indiretos terão uma evolução mais contida (5.200 milhões de euros), com um aumento da cobrança através do IVA de 4.100 milhões de euros relativamente a 2019. Estas projeções são baseadas nos dados positivos das receitas na execução orçamental de 2021<sup>2</sup> e numa previsão de crescimento das receitas para 2022, o que poderá ser ligeiramente otimista devido ao crescimento do PIB no qual se apoiam<sup>3</sup>.

### Despesas: a despesa cíclica diminui mas aumenta a despesa estrutural

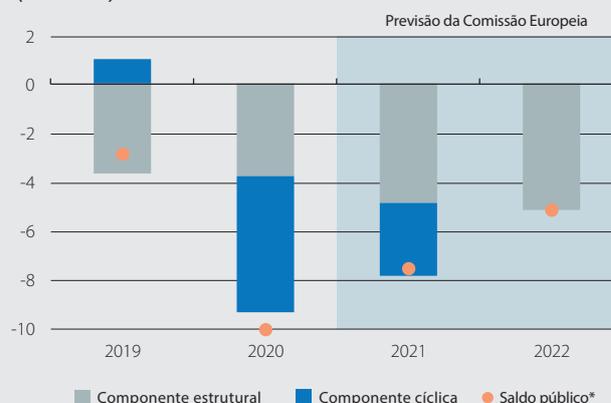
Quanto à despesa pública (excluindo o NGEU), existe um contraste muito acentuado entre as rubricas cíclicas, que como é de esperar está previsto que diminuam face aos anos de pandemia, e as rubricas estruturais, que tudo indica que aumentam face aos anos de pandemia e também relativamente aos anos anteriores à COVID-19.

1. Exceto uma taxa mínima de imposto de 15% para as empresas no imposto sobre sociedades, não são incluídas medidas adicionais pelo lado das receitas no OGE 2022. O aumento da cobrança por esta medida no imposto sobre sociedades (estimado pelas Finanças em 400 milhões de euros anuais) não ocorrerá até 2023.

2. O Governo projeta um crescimento da receita pública de 2,3% em 2021-2019 e os dados de execução orçamental até agosto (contabilidade de caixa) preveem um avanço muito dinâmico de 3,9%.

### Espanha: saldo público

(% do PIB)



Nota: \* Excluídas perdas por ajudas a instituições financeiras.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (10/2021).

Especificamente, a redução da despesa consolidada das Administrações Públicas projetada para 2022 face a 2021 concentra-se nos elementos relacionados com a melhoria da atividade económica e no dissipar da pressão sobre as contas públicas das despesas que atenuaram as consequências sanitárias e económicas da pandemia. Assim, prevê-se que a despesa com subsídios de desemprego reduza 6.600 milhões de euros relativamente a 2021. É de destacar a redução da despesa nos ERTE-Layoff (sem as isenções das contribuições sociais), a qual está prevista ser de 5.450 milhões de euros. Por outro lado, está previsto que as transferências do Estado para as comunidades autónomas diminuam de uma forma significativa, visto que em 2022 já não será feita a transferência especial do Fundo COVID, a qual em 2021 foi de 13.000 milhões de euros<sup>4</sup>. Finalmente, também é de salientar que a redução das taxas de juro voltará a dar nova margem às contas públicas: será novamente reduzido o peso do pagamento de juros em percentagem do PIB (de 2,1% em 2021 para 2,0% em 2022).

Por outro lado, a despesa estrutural, aquela que não depende diretamente do ciclo económico, aumentará de uma forma importante e é a principal responsável para que a despesa pública consolidada aumente em 63.000 milhões de euros relativamente a 2019. Está previsto que as transferências sociais (pensões, subsídio mínimo vital...) aumentem 27.100 milhões de euros relativamente a 2019

3. Previsões de crescimento do PIB real de 6,5% em 2021 e de 7,0% em 2022.

4. Esta redução será diminuída pela compensação às comunidades autónomas com 7.000 milhões pelas liquidações negativas e pela adoção do sistema informático de cobrança do IRS.

**Plano orçamental do Governo 2022 (excluído o NGEU)**

	Em % do PIB 2019	Em % do PIB 2022	2021-2022 var. (mil milhões €)	2019-2022 var. (mil milhões €)	2019-2022 Taxa de crescimento (%)
<b>Receitas totais</b>	39,2	39,8	23,1	34,5	7,1
Impostos indiretos (IVA...)	11,5	11,3	10	5,2	3,7
Imposto sobre o rendimento e sobre o património	10,4	11,1	4,7	16,3	12,6
Contribuições sociais	12,9	13,2	7,6	12,6	7,9
<b>Despesas totais</b>	42,1	44,7	-13	63	12
Remuneração a empregados	10,8	11,4	3,3	15,1	11,3
Transferências sociais (excl. desemprego)	16,9	18,1	7,8	27,1	12,9
Subsídios de desemprego	1,5	1,8	-6,6	4,9	26,5
Juros	2,3	2	0,9	-2,4	-8,3
<b>Saldo</b>	-2,9	-5	36,1	-28,6	...

**Notas:** Contas públicas consolidadas do conjunto das Administrações Públicas. As previsões utilizados do PIB nominal são as previsões do Governo, que têm em conta o impacto do NGEU. As receitas e as despesas excluem os fundos europeus NGEU orçamentados para 2022 (segundo o Governo, terão um impacto neutro no défice).

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças.

e as que despesas com pessoal aumentem 15.100 milhões de euros.

Como consequência de tudo isto, é de esperar que o défice estrutural da economia espanhola, que já se encontrava em valores relativamente elevados antes da pandemia, aumente ainda mais. Especificamente, de acordo com as estimativas do BPI Research, este poderá passar dos 3,7% do PIB em que se encontrava antes da pandemia para cerca de 5% em 2022. A redução do défice público previsto para 2022 é muito positiva devido ao elevado nível da dívida, mas o aumento do défice estrutural, se não forem tomadas medidas, dificultará a médio prazo o processo de saneamento das contas públicas.

**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	08/21	09/21	10/21
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,7	-9,4	-2,2	3,0	28,0	...	1,7	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-11,0	-7,3	2,5	2,1	1,4	2,7	5,4
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	51,1	53,0	59,2	58,9	59,5	58,1	57,4
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-19,9	-19,1	-1,8	...	14,2	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,5	-17,2	-17,3	0,6	...	22,8	...	...
Preço da habitação	5,1	2,1	1,5	0,9	3,3	...	...	...	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,9	-72,7	-85,5	-81,3	...	-55,5	...	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	43,0	44,3	58,8	59,6	60,1	56,9	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-3,0	-0,4	20,5	-0,3	-0,7	-0,1	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-13,2	12,7	661,0	-24,5	-28,9	-15,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-26,3	-22,1	-11,1	-9,1	-8,5	-8,6	-6,8
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	2,3	-2,9	-3,1	-2,4	5,7	4,5	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,1	15,5	16,1	16,0	15,3	14,6	...	...	...
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	2,6	-2,0	-2,0	-1,4	3,9	3,8	3,6	3,5	...
<b>PIB</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>17,5</b>	<b>2,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**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	08/21	09/21	10/21
Inflação global	0,7	-0,3	-0,7	0,6	2,6	3,4	3,3	4,0	5,5
Inflação subjacente	0,9	0,7	0,2	0,4	0,1	0,8	0,7	1,0	...

**Setor externo**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	08/21	09/21	10/21
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-10,0	-8,1	8,7	...	13,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-14,7	-14,0	3,3	...	10,2	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>26,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>9,2</b>	<b>...</b>	<b>10,3</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	36,5	16,5	16,5	16,0	16,8	...	18,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,3	-7,3	-7,3	-7,6	-7,7	...	-8,2	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>30,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>15,5</b>	<b>...</b>	<b>17,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	08/21	09/21	10/21
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	8,7	8,9	4,9	4,9	4,8	5,0	...
À vista e poupança	10,7	12,3	13,7	14,1	9,2	8,9	8,9	8,9	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-25,8	-26,3	-26,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	11,8	11,2	16,3	15,0	13,6	19,8	...
<b>TOTAL</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-1,5	1,2	2,4	2,3	-0,4	-0,7	-0,9	-0,6	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	7,9	7,8	-0,7	-1,9	-2,3	-1,9	...
Famílias - habitação	-1,3	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,5	0,5	0,6	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	-0,1	-1,8	-0,7	-1,1	-1,6	-0,9	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	8,8	9,5	17,4	22,7	22,2	23,3	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>...</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>...</b>	<b>4,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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

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

## A poupança e o consumo em tempos de pandemia: uma perspectiva histórica e internacional

Graças à eficácia das vacinas, a economia reativou-se com força e a vida vai retomando alguma normalidade. Contudo, um evento da dimensão da COVID-19 poderá alterar a natureza da atividade económica de uma forma persistente. Em boa parte, isto dependerá da nossa confiança, capacidade e vontade em voltar aos padrões de investimento e consumo anteriores à crise.

### Economia de pandemias numa perspetiva histórica

A crise económica da COVID-19 é um cisne negro, um evento muito pouco frequente. Poderíamos recorrer à experiência histórica para o compreender melhor, mas ver-nos-famos condenados a comparar tempos, sociedades e economias marcadamente diferentes. Se abirmos o leque a partir do século XIV, com a peste negra, até ao século XX, com a gripe espanhola de 1918-1920, teremos tido 19 pandemias na Europa e uma visão bastante inequívoca do seu impacto económico. Estas pandemias exercem um entrave persistente e deprimem significativamente as taxas de juro e o crescimento da atividade durante mais de 10 anos, inclusivamente mais de 20 nalguns casos<sup>1</sup>.

No entanto, a crise da COVID-19 é singular inclusivamente numa comparação entre pandemias. Historicamente, as pandemias saldavam-se por uma grande mortalidade gerando, portanto, escassez de trabalho. Era uma escassez relativa, com a contrapartida de uma abundância de capital que pesava sobre as taxas de juro, fazia subir os salários e reduzia o investimento e o crescimento. A COVID-19 é claramente uma pandemia diferente: a medicina e as medidas sociais de proteção contiveram a mortalidade (a qual, pela natureza do vírus, também é considerada menor), enquanto as políticas económicas protegiam o tecido produtivo. Como consequência, talvez seja mais relevante avaliar, por exemplo, o impacto sobre as taxas de juro com fatores como a pressão da dívida pública ou os receios de domínio fiscal (em vez do mecanismo de abundância relativa de capital que imperava em pandemias anteriores)<sup>2</sup>.

### Cicatrizes no comportamento

Outra maneira de analisar as consequências de um evento pouco frequente como a COVID-19 é em termos das nossas convicções pessoais. Nos últimos 15 anos, vivemos uma grande crise financeira a nível mundial e uma pandemia, dois acontecimentos aparentemente atípicos, que talvez já não nos pareçam tanto. No entanto, a materialização de um evento que considerávamos improvável ou impossível provoca grandes reajustamentos naquilo em que achamos que é possível e provável, especialmente se deixar uma marca nas nossas vidas.

Se mudar a nossa maneira de ver o mundo e se formos mais sensíveis ao risco de eventos muito severos, a COVID-19 poderá deixar cicatrizes na forma de uma maior aversão ao risco, mais poupança, menos procura e, definitivamente, menores taxas de juro e de crescimento. De facto, existe uma grande evidência que as crises económicas deixam sequelas nas preferências de consumo, poupança e investimento. Ter sofrido dificuldades, como perdas financeiras, baixos retornos de investimento ou períodos de desemprego, traduz-se persistentemente numa maior aversão ao risco<sup>3</sup>, num menor consumo<sup>4</sup> e numa menor participação nos mercados de valores mobiliários<sup>5</sup>, entre outros efeitos que surgem ao comparar pessoas que, para além das diferenças no seu passado, hoje têm uma idade, rendimentos, riqueza e uma situação de trabalho parecidos. Estas sequelas afetam inclusivamente economistas sofisticados, como os mais altos governantes da Fed. Está demonstrado que eles são mais *hawkish* quando foram testemunhas de maiores taxas de inflação ao longo das suas vidas<sup>6</sup>.

### A singularidade económica da COVID-19

A marca que a COVID-19 deixar nas nossas convicções possui implicações relevantes. Por exemplo, existem economistas que sugerem que a escassez de trabalhadores nalgumas empresas norte-americanas poderá refletir uma alteração de preferências das famílias, que desejam agora mais tempo livre e em família<sup>7</sup>. Será também importante para o futuro da poupança gerada durante a crise. Como indicam os dois primeiros gráficos, o aumento da poupança foi relativamente duradouro e os volumes acumulados são importantes. Como crise severa que é, as cicatrizes da pandemia poderão manter a poupança acorrentada e

1. Ver Jordà, Ò., Singh, S. R. e Taylor, A. M. (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics?». *The Review of Economics and Statistics*, 1-29.

2. Ver o artigo «A sombra do domínio fiscal» no Dossier da IM04/2021.

3. Ver Andersen, S., Hanspal, T. e Nielsen, K. M. (2019). «Once bitten, twice shy: The power of personal experiences in risk taking». *Journal of Financial Economics*, 132(3), 97-117. Estudam a recomposição de carteiras de investimento recebidas em herança por morte repentina. Em média, os indivíduos que tinham sofrido perdas na primeira pessoa pela crise financeira de 2007-2008 reduziram em 9 p. p. o peso dos ativos de risco sobre o total da carteira (relativamente ao grupo de controlo, que também recebe uma herança mas não sofreu perdas na crise).

4. Ver Malmendier, U. e Shen, L. S. (2018). «Scarred consumption». *National Bureau of Economic Research*, n.º w24696.

5. Ver Malmendier, U. e Nagel, S. (2011). «Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking?». *The quarterly journal of economics*, 126(1), 373-416.

6. Ou seja, são cada vez mais favoráveis a um maior aperto da política monetária. Ver Malmendier, U., Nagel, S. e Yan, Z. (2017). «The making of hawks and doves: Inflation experiences on the FOMC». *National Bureau of Economic Research*, n.º w23228.

7. Ver Autor, D. (2021). *Good news: there's a labor shortage*. Artigo de opinião no *The New York Times*.

pesar sobre o desempenho da economia. No entanto, mais uma vez, devemos lembrar que a COVID-19 é um evento severo atípico. Vivemos um colapso histórico da economia, mas também fomos testemunhas de uma reativação económica rápida e, nalguns mercados financeiros, a recuperação chegou a ter inclusivamente soslaio de exuberância. Do mesmo modo, muitos trabalhadores foram forçados a suspender a sua atividade mas não ficaram desempregados. Muitas relações de trabalho empresa-trabalhador têm-se mantido graças a programas como os ERTE-*Layoff*, que facilitaram o regresso ao trabalho e atenuaram a incerteza sobre as perspetivas de trabalho. Além disso, ao contrário de outras crises, a atual acumulação de poupança não se deve tanto a razões preventivas mas à impossibilidade de consumir devido às próprias restrições à atividade<sup>8</sup>. De facto, grande parte desta poupança foi guardada em depósitos bancários, o que facilita que se transforme mais rapidamente em consumo<sup>9</sup>.

A atipicidade da crise torna-se clara se analisarmos a evolução de três tipos distintos de despesa: em bens duráveis, em bens não duráveis e em serviços. Como mostra o terceiro gráfico, a pandemia ainda arrasta o consumo de serviços, que é o mais penalizado pelas restrições, mas os bens quer duradouros quer não duradouros recuperaram fortemente e superaram já de forma significativa os níveis anteriores à crise<sup>10</sup>, aparentemente não afetados pela incerteza, dando mais um exemplo da singularidade económica da COVID-19. Esta singularidade está também atualmente a emergir do lado da oferta. As disrupções nas cadeias globais de fornecimento, resultantes de estrangulamentos no transporte mundial e da escassez de alguns componentes (semicondutores, microchips, etc.), num contexto de grande dinamismo da procura, poderão atenuar em certa medida a descolagem do consumo nos próximos meses, se se agudizarem.

### EUA: despesa real

Índice (100 = janeiro 2020)



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

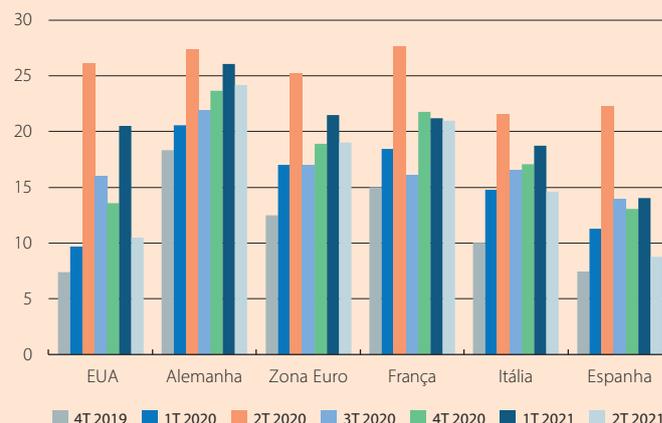
8. Ver o Focus «O papel do consumo retido na recuperação da Zona Euro em 2021» na IM05/2021.

9. Estimamos que o aumento dos depósitos seja o equivalente a cerca de 40% da poupança total acumulada na Alemanha, cerca de 60% em França e em Espanha e 50% na Itália. Nos EUA aproxima-se dos 90%.

10. Esta composição do consumo é observada tanto nos EUA (terceiro gráfico) como noutros países. Ver o caso da França em Bounie, D. et al. (2020). «Consumption dynamics in the covid crisis: real time insights from French transaction bank data». Covid Economics, 59, 1-39.

### Taxa de poupança das famílias

(% do rendimento bruto disponível)

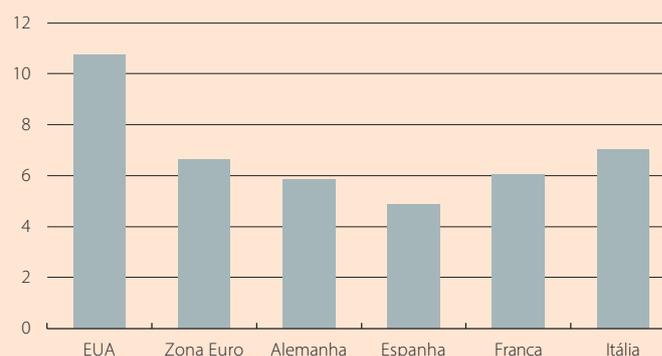


Nota: Dados do trimestre estanque, ajustados por efeitos de calendário e de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da U.S. BEA e do Eurostat.

### Excesso de poupança acumulada entre o 1T 2020 e o 2T 2021

(% do PIB de 2019)



Nota: O excesso de poupança é avaliado como a diferença entre a poupança observada e a que, devido à evolução do rendimento disponível em 2020 e 2021, teria ocorrido se as famílias tivessem mantido as suas taxas de poupança anteriores à pandemia.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da U.S. BEA e do Eurostat.

Assim, se no caso de extrapolararmos a experiência de crises económicas passadas, for tentador apontar para cicatrizes persistentes na poupança, no consumo e no investimento, a atipicidade da COVID-19 abre também muitas dúvidas sobre a validade das experiências passadas. É inevitável especular sobre as suas consequências económicas futuras, mas o que é realmente necessário é ter uma boa informação sobre a resposta real dos consumidores, dos aforradores e dos investidores. Isto é o que oferecemos ao leitor nas seguintes páginas do Dossier: informação precisa e detalhada, baseada nos microdados internos do CaixaBank, sobre o comportamento em tempo real dos consumidores e dos aforradores espanhóis em tempos de pandemia.

## Consumo e procura retida: qual é o perfil do consumidor-estrela na recuperação?

Uma vez superado o pior da pandemia, como está a recuperar o consumo? Existem diferenças relevantes entre os vários grupos de população?

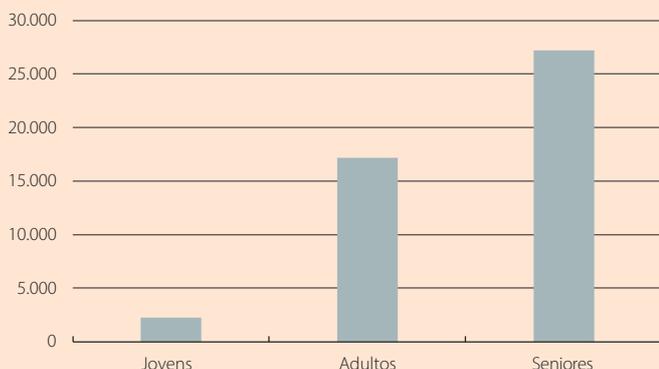
### Poupança em 2020: o motor da procura retida

As restrições implementadas para travar o avanço do coronavírus e as precauções pela incerteza reinante provocaram um grande aumento da poupança das famílias espanholas em 2020. Especificamente, estimamos que a poupança acumulada pela pandemia<sup>1</sup> tenha atingido os 46.600 milhões de euros, 3,7% do PIB de 2019. Este forte aumento da poupança tem-se vindo a desfazer à medida que os hábitos das famílias espanholas se puderam recuperar, o que está a incentivar a rápida recuperação do consumo, uma tendência que muito provavelmente se manterá nos próximos trimestres<sup>2</sup>.

Como foi distribuído o aumento da poupança entre os vários grupos de população? Para responder a esta pergunta, analisámos os dados internos do CaixaBank, devidamente anonimizados. Especificamente, a partir da informação de mais de 10 milhões de clientes, reconstruímos a evolução, em tempo real, do rendimento bruto disponível das famílias e do consumo por vários escalões de rendimentos e por idades<sup>3</sup>.

### Distribuição da poupança retida por idades, durante a pandemia

(Milhões de euros)



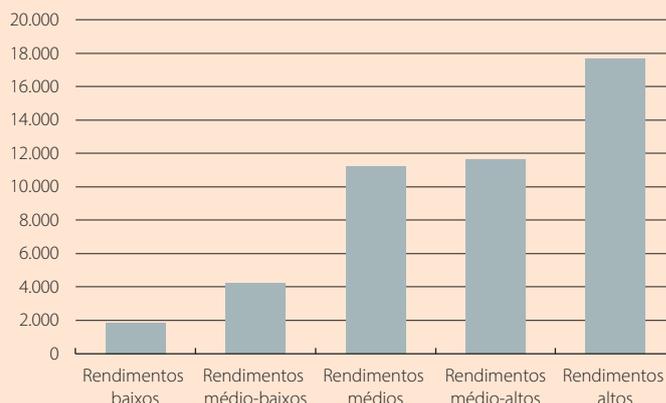
**Notas:** Estimativas a partir de dados internos do CaixaBank reponderando o excesso de poupança agregado da economia espanhola. Jovens refere-se a pessoas entre os 16 e os 29 anos, adultos a pessoas entre os 30 e os 59 anos e seniores a pessoas com mais de 60 anos.

**Fonte:** BPI Research.

mesmas restrições que os restantes grupos demográficos, mas o impacto no seu poder aquisitivo foi menor. Por um lado, os adultos viram suavizada a queda do seu rendimento bruto disponível, graças ao apoio da política económica. Por outro lado, a

### Distribuição da poupança retida durante a pandemia por escalões de rendimentos

(Milhões de euros)



**Notas:** Estimativas a partir de dados internos do CaixaBank reponderando o excesso de poupança agregado da economia espanhola. Os rendimentos baixos referem-se a 20% da população com menores rendimentos, os rendimentos médio-baixos aos seguintes 20% de pessoas, os rendimentos médios aos seguintes 20% com ainda mais rendimentos... e, assim, sucessivamente.

**Fonte:** BPI Research.

Como era de esperar, o aumento da poupança foi especialmente acentuado entre as pessoas com maiores rendimentos: os rendimentos altos e médio-altos representaram praticamente dois terços da bolsa de poupança adicional gerada em 2020 devido à pandemia, tal como regista o primeiro gráfico. Os resultados são intuitivos: as restrições foram gerais para toda a população e originaram uma redução involuntária do consumo, especialmente no que se refere aos serviços e aos bens duradouros<sup>4</sup>, o que fez com que as pessoas com rendimentos mais elevados poupassem uma percentagem maior do seu rendimento.

Quando analisamos a forma como foi distribuído o excesso de poupança por idades, vemos que os seniores (as pessoas com mais de 60 anos) monopolizaram mais de metade da bolsa de poupança gerada a nível agregado; os adultos (30-59 anos), um terço e os jovens (16-29 anos), uma parte pequena (ver o segundo gráfico)<sup>5</sup>. Novamente o resultado parece plausível: as pessoas mais idosas estiveram sujeitas às

1. Definimos o «excesso de poupança» ou «poupança retida» como o diferencial entre a poupança ocorrida em 2020 e a que tivesse ocorrido se, com o rendimento bruto disponível observado em 2020, as famílias tivessem mantido a taxa de poupança de 2019. Subtraímos a este montante a parte dedicada à amortização da dívida.

2. Especificamente, e segundo dados do Banco de Espanha, em 2020 a maior parte da poupança foi direcionada para a compra de ativos financeiros (65%, com um peso muito elevado dos depósitos), enquanto a proporção destinada ao investimento, principalmente à habitação, (30%) e à redução da dívida (5%) foram relativamente menores.

3. Para o RBD tivemos em conta as principais fontes de investimento: ordenados, subsídios de desemprego, pensões públicas, ajudas públicas e cobranças de planos privados de pensão. Subtraímos os pagamentos da dívida. Quanto ao consumo, examinámos os movimentos com cartões e os levantamentos de numerário em caixas automáticas e incluímos também os recibos domiciliados e as transferências de consumo.

4. Ver Banco de Espanha. «Relatório Trimestral da Economia Espanhola». Boletim Económico 3/2021.

5. A distribuição é semelhante se analisarmos a poupança por pessoa para cada idade.

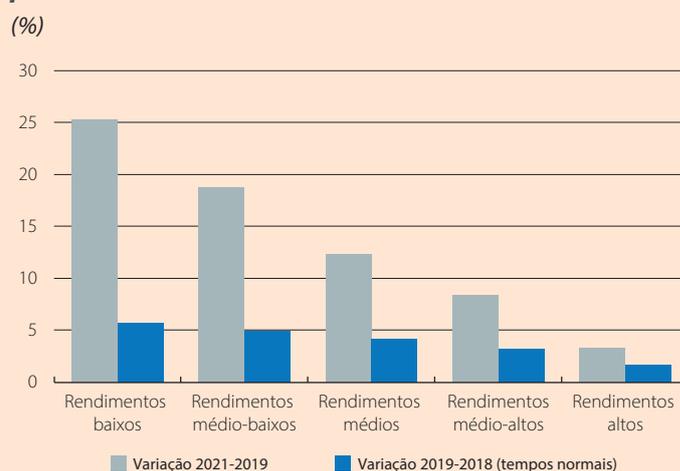
nível agregado os jovens parecem não terem beneficiado das moratórias no mesmo grau, dado que não costumam estar tão endividados, nem dos ERTE-*Layoff*, visto terem uma maior taxa de temporalidade.

### Como está a ser revertida a poupança acumulada durante a pandemia? Quem está a puxar o carrinho de compras?

A procura retida durante os meses mais duros da pandemia está a permitir um forte ritmo de crescimento em todos os grupos de população, desde os que têm um menor nível de rendimentos até às pessoas com rendimentos superiores. De facto, isto acabará por permitir que neste mesmo ano o consumo supere já os registos anteriores à pandemia, tanto a nível agregado como entre todos os níveis de rendimento<sup>6</sup>. Este grande puxão da procura, que é generalizado entre os principais países desenvolvidos, ajuda a entender as dificuldades logísticas a nível global para satisfazer a rápida recuperação da procura.

De qualquer forma, são observadas algumas diferenças significativas entre os vários grupos. Nas pessoas com menores rendimentos, o impulso para o consumo é mais vigoroso relativamente ao período anterior à pandemia. Em contrapartida, entre as pessoas com maiores rendimentos, a taxa de crescimento do consumo é menor<sup>7</sup>. De qualquer forma, é de notar que, visto que as pessoas com maiores rendimentos são aquelas que possuem um maior volume de consumo, embora a taxa de crescimento seja inferior, a sua contribuição para o crescimento agregado do consumo é muito importante. Especificamente, para 2021 esperamos que 20% das famílias com menores rendimentos efetue cerca de 10% do consumo agregado em Espanha, enquanto 20% da população com maiores rendimentos efetue mais de 30% do total.

### Crescimento do consumo previsto para 2021 por intervalos de rendimentos



**Notas:** Projeção a partir de dados internos do CaixaBank. Os rendimentos baixos referem-se a 20% da população com menores rendimentos, os rendimentos médio-baixos aos seguintes 20% de pessoa, os rendimentos médios aos seguintes 20% ainda com mais rendimentos... e, assim, sucessivamente.  
**Fonte:** BPI Research.

### Crescimento do consumo previsto para 2021 por idades



**Notas:** Projeção a partir de dados internos do CaixaBank. Jovens refere-se a pessoas entre os 16 e os 29 anos, adultos a pessoas entre os 30 e os 59 anos e seniores a pessoas com mais de 60 anos.  
**Fonte:** BPI Research.

Quanto ao perfil demográfico, destaque para o forte crescimento do consumo observado entre os jovens. Para os mais velhos projetamos um avanço robusto da despesa em 2021 relativamente a 2019, impulsionado em boa parte pelo aumento agregado da poupança neste grupo. Por outro lado, no caso dos adultos, o consumo está a subir de forma mais moderada se o compararmos com os outros grupos. O facto que a incerteza económica associada à COVID-19 não se tenha dissipado completamente e que tenham aparecido outras fontes de risco como a escassez de fornecimentos ou o aumento dos preços da energia, poderá explicar a menor descolagem do consumo neste grupo demográfico, o qual em geral acumula um maior nível de dívida e talvez esteja a moderar o seu consumo por motivos de precaução.

Definitivamente, a recuperação do consumo em 2021 é uma realidade palpável que está a chegar a um conjunto amplo e heterogéneo de famílias. Em particular, destaca-se o crescimento do consumo entre os jovens e entre os grupos com menos rendimentos. Relativamente a 2022, o grande volume de poupança acumulada a nível agregado durante a pandemia convida a pensar que a recuperação do consumo tem ainda muita espaço para andar, especialmente entre os grupos de rendimentos mais elevados, desde que os problemas logísticos nas cadeias de valor global se resolvam e os níveis de inflação se normalizem.

6. É de notar a diferença significativa que existe entre o consumo feito com pagamentos com cartão, levantamentos de numerário, pagamentos em comércio eletrónico e domiciliações, que é observado com os dados internos do CaixaBank e com os dados de contabilidade nacional publicados pelo INE de Espanha, nos quais, de acordo com as estimativas, a recuperação do consumo das famílias está a ser mais modesta.

7. É habitual que as pessoas com maiores rendimentos tenham uma menor propensão marginal para o consumo. Ver, por exemplo, Laborda, J. L., Marín-González, C. e Onrubia-Fernández, J. (2018). «O que ocorreu com o consumo e com a poupança em Espanha durante a Grande Recessão?: Uma análise por tipos de família». *Estatística Espanhola*, 60 (197), 273-311.

## Portugal: o que esperar da poupança e do consumo no pós pandemia

O forte aumento da poupança das famílias portuguesas durante a pandemia constituirá um importante impulsionador da recuperação do PIB à medida que o excesso de poupança gerada for sendo canalizada para consumo.

Como evoluiu a poupança durante a pandemia? O aumento da poupança deveu-se a uma queda do consumo superior à do rendimento disponível bruto. Em 2020, o primeiro caiu 6,4%, em linha com o confinamento e encerramento dos vários estabelecimentos, enquanto o rendimento disponível caiu «apenas» 0,7%. De facto, o rendimento disponível revelou um comportamento mais resiliente do que se esperaria (por exemplo, o PIB caiu 8,4% no conjunto do ano), um comportamento explicado pela ação do Estado, através dos apoios ao emprego e prestações sociais.

Neste contexto, a poupança bruta das famílias aumentou de cerca de 10.600 milhões de euros em 2019 para mais de 18.800 milhões de euros em 2020. Estimamos que a poupança excedentária<sup>1</sup> tenha sido superior a 8.200 milhões de euros (3,8% PIB de 2019). Assim, a taxa de poupança atingiu os 12,8% em 2020, um máximo desde 2002.

À medida que as restrições à mobilidade e atividade económica vão reduzindo, as famílias voltam a consumir e os níveis de poupança reduzem, mantendo-se, no entanto, em níveis comparativamente elevados face ao pré-pandemia. Mais concretamente, os dados do 2T apontam para uma redução da taxa de poupança para 11,5% e uma recuperação do consumo em 4,4% em cadeia. Assim, estimamos que as poupanças excedentárias tenham reduzido para cerca de 3,0% PIB.

### Portugal: taxa de poupança

(% do rendimento disponível)



**Nota:** Taxa de poupança do acumulado dos últimos 4 trimestres, ajustado pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do INE.

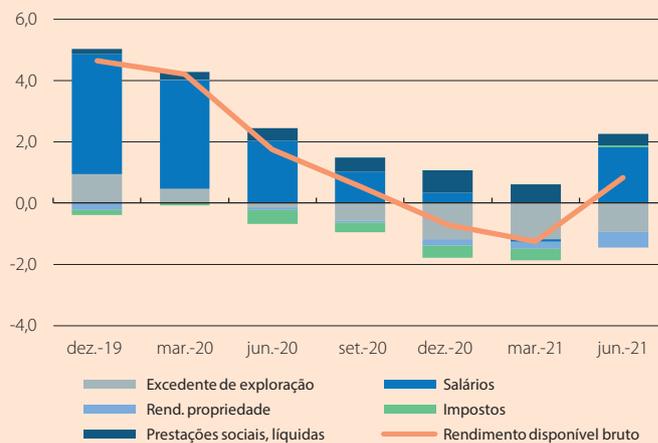
por essa via, mitigou a incerteza quanto às perspetivas de desemprego. De igual forma, a poupança acumulada foi canalizada para depósitos, que, em junho de 2021, representavam mais 12% do que antes da pandemia, um aumento quase maioritariamente explicado pela constituição de depósitos à ordem.

1. Poupança excedentária equivale à diferença entre a poupança observada e a que teria sido realizada se as famílias tivessem mantido a taxa de poupança anterior à pandemia (final de 2019).

2. Para mais informações, ver «Rendimento disponível em Portugal: comportamento benigno numa crise histórica» do IM02/2021.

### Portugal: rendimento disponível das famílias

Contributos para variação homóloga (p. p.)



**Fonte:** BPI Research, com base em dados do INE.

Mas o que pode explicar esta acumulação de poupança? As famílias tendem a poupar para garantir uma certa estabilidade do rendimento ao longo da sua vida, para fazer face a algum imprevisto ou apenas como precaução. A crise pandémica trouxe um novo fator: as restrições impostas para conter a proliferação da COVID-19 adiaram o consumo, especialmente de bens não essenciais.

Ao mesmo tempo, como vimos anteriormente, o impacto da pandemia no rendimento disponível foi mais benigno do que inicialmente esperado, o que estará relacionado com as medidas de apoio à economia, nomeadamente o *layoff* simplificado e os subsídios às famílias afetadas pelo vírus, e a adoção do teletrabalho, que permitiu que uma franja da população mantivesse os seus rendimentos<sup>2</sup>. Adicionalmente, parece que a constituição de poupança por precaução terá tido um papel menos relevante, já que as medidas de apoio ao emprego atenuaram o impacto da pandemia no mercado de trabalho e,

Neste contexto, esperamos que a taxa de poupança continue a diminuir, com a abertura da economia e a satisfação do consumo anteriormente adiado. No entanto, a dimensão da redução e até onde a taxa de poupança pode cair dependerá da propensão a consumir. Neste capítulo, a literatura disponível mais recente conclui que a propensão a consumir em Portugal é mais baixa do que a média da Zona Euro (33% e 47%, respetivamente)<sup>3</sup>, o que é explicado pela elevada percentagem de famílias endividadas e pelo peso do serviço da dívida no seu rendimento<sup>4</sup>. De igual forma, sabemos que a percentagem de famílias portuguesas que consegue poupar é muito baixa em comparação com a média da Zona Euro; mais concretamente, cerca de 70% das famílias em Portugal não poupam, o que compara com cerca de 50% no conjunto da Zona Euro<sup>5</sup>. De facto, as famílias que poupam em Portugal são as que têm maiores rendimentos ou riqueza<sup>6</sup>, e que, por sua vez, revelam uma propensão a consumir mais baixa. Perante isto, é possível que a poupança não caia para níveis pré-pandemia no curto-prazo e que a poupança continue a alimentar os ativos financeiros, especialmente os depósitos. Adicionalmente, a existência de estrangulamentos do lado da oferta pode resultar no adiamento de algumas despesas, provocando uma queda mais gradual da taxa de poupança.

Partindo das conclusões e resultados estimados pelo Banco de Portugal para a propensão ao consumo e do pressuposto de que a poupança acumulada reflete principalmente as restrições à mobilidade, construímos um modelo simples que nos permitiu estimar uma tendência para a evolução do consumo e da poupança nos próximos anos. Para 2021 considerámos que a propensão para consumir será mais elevada, de forma a satisfazer necessidades adiadas no período de confinamento, e que em 2022 e 2023 tenderá para a propensão média. Paralelamente considerámos que tanto o consumo como o rendimento disponível terão uma evolução próxima da sua evolução histórica. Com base nestes cálculos, temos que até 2023, a taxa de poupança se aproximará dos níveis pré-pandemia e uma recuperação do consumo para níveis também muito próximos dos pré-pandémicos quando avaliados em percentagem do rendimento disponível, o que suporta a perspetiva de que o consumo irá funcionar como uma importante alavanca para o crescimento nos próximos anos.

### Portugal: Taxas de consumo e poupança

Em % do rendimento disponível



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

3. A propensão a consumir em Portugal varia num intervalo entre 28% e 41%, dependendo de serem famílias com escassos recursos disponíveis para fazer face às despesas regulares e baixa riqueza ou famílias com recursos suficientes e que poupam. Resumidamente, estas estimativas resultam de uma questão colocada às famílias sobre a percentagem que consumiriam, poupariam e utilizariam para diminuir dívida, caso recebessem um prémio extraordinário equivalente a um mês de rendimento. Para mais informações, ver Banco de Portugal (2020). «Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito». Boletim Económico maio 2020.

4. Estimamos que o número de devedores representa cerca de 30% dos indivíduos com idade entre os 15 e os 75 anos.

5. Ver fonte da nota 3.

6. Para mais informações, ver Alves, N. e Cardoso, F. (2010). «A poupança das famílias em Portugal: evidência micro e macroeconómica».

## Que setores beneficiaram mais da procura retida?

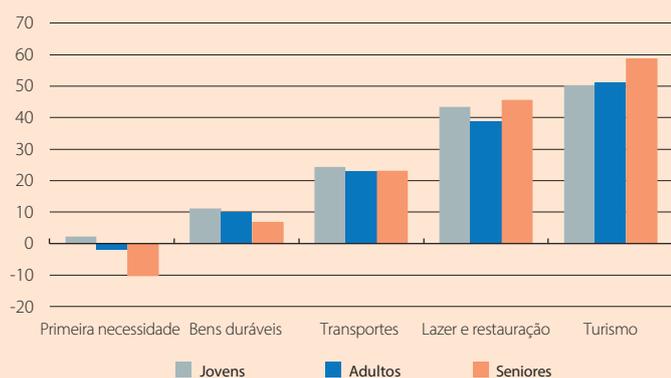
O consumo subiu consideravelmente desde o fim do último estado de emergência no mês de maio. Em boa parte, trata-se de consumo retido como consequência de uma poupança forçada sem precedentes e como resultado das restrições à atividade e à mobilidade que foram impostas desde o início da pandemia para controlar a propagação do vírus. Graças aos dados internos e completamente anonimizados do CaixaBank<sup>1</sup> comprovaremos que a recuperação da despesa foi muito desigual entre os vários setores e analisaremos também se existem diferenças significativas entre consumidores com vários níveis de rendimentos e de idade.

### Em que setores subiu mais a despesa? Uma análise por níveis de rendimentos e de idade

Especificamente, analisamos o crescimento do consumo desde o mês de maio, quando terminou o último estado de emergência. Como é possível observar no primeiro gráfico, destaca-se a recuperação da despesa em transportes e, sobretudo, em lazer, restauração e turismo. Por conseguinte, os setores mais prejudicados pelas restrições (a maioria ainda em vigor no 1T 2021) são os que mais estão a recuperar<sup>2</sup>. Por outro lado, os bens duradouros (móveis, têxtil, etc.) beneficiaram de uma forma muito mais modesta da subida do consumo observado desde maio, como poderemos observar posteriormente. Pelo contrário, as despesas em bens de primeira necessidade registaram uma queda (exceto entre as famílias com menores rendimentos), devido em parte ao facto destes bens serem substituíveis pelos serviços oferecidos pela restauração.

### Recuperação do consumo por idades desde o fim do estado de emergência

(p. p.)



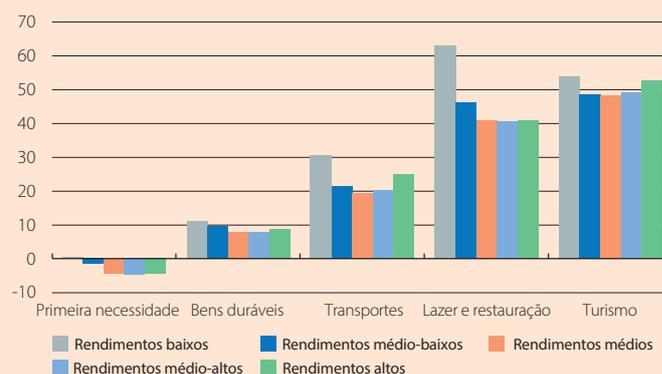
**Notas:** Jovens refere-se a pessoas entre os 16 e os 29 anos, adultos a pessoas entre os 30 e os 59 anos e seniores a pessoas com mais de 60 anos. Cada barra mostra a diferença entre a evolução da despesa acumulada entre maio e setembro de 2021 relativamente à sua evolução no acumulado de janeiro a abril de 2021. Em ambos os casos, calculamos a sua variação relativamente ao mesmo período de 2019. Analisar a recuperação do consumo por setores através desta diferença de variações acumuladas permite eliminar uma parte muito importante da tendência proveniente da aceleração na substituição do numerário por pagamentos com cartão que a pandemia trouxe consigo, a qual deverá ser semelhante nos dois períodos considerados.

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

1. Em particular, dados de pagamentos com cartões emitidos pelo CaixaBank em terminais de pagamento automático (TPA) do CaixaBank.
2. Parte desta recuperação é explicada por um efeito de base devido ao facto do consumo nestes setores ter estado deprimido durante a primeira parte do ano. Não obstante, as suas altas taxas de crescimento relativamente ao período pré-pandemia entre maio e setembro reforçam a hipótese que foi nestes setores onde foi materializada a maior parte da procura retida. Para mais informações, ver o monitor de consumo do CaixaBank Research em <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/monitor-consumo>.
3. Ver o artigo «O consumo de cada geração em tempos normais... e em tempos de pandemia» no Dossier da IM05/2021.

### Recuperação do consumo por níveis de rendimentos desde o fim do estado de emergência

(p. p.)



**Notas:** Os rendimentos baixos referem-se a 20% da população com menores rendimentos, os rendimentos médio-baixos aos seguintes 20% de pessoas, os rendimentos médios aos seguintes 20% ainda com mais rendimentos... e, assim, sucessivamente. Cada barra mostra a diferença entre a evolução da despesa acumulada entre maio e setembro de 2021 relativamente à sua evolução no acumulado de janeiro a abril de 2021. Em ambos os casos, calculamos a sua variação relativamente ao mesmo período de 2019. Analisar a recuperação do consumo por setores através desta diferença de variações acumuladas permite eliminar uma parte muito importante da tendência proveniente da aceleração na substituição de numerário por pagamentos com cartão que a pandemia trouxe consigo, a qual deverá ser semelhante nos dois períodos considerados.

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

Outro aspeto que nos chama a atenção é que, na maior parte dos setores, o impulso do consumo foi mais intenso entre as pessoas de menores rendimentos, algo que se poderá explicar pelo facto destes serem os grupos que já terão libertado toda a sua procura retida em 2021.

Quanto à idade do consumidor, os padrões de consumo são muito semelhantes. Não obstante, tal como é possível observar no segundo gráfico, a substituição de bens de primeira necessidade pelo lazer e pela restauração foi maior entre os seniores. Este grupo foi o que registou maiores taxas de crescimento no setor dos bens de primeira necessidade desde a irrupção da pandemia<sup>3</sup>, pelo que se torna plausível que uma vez as pessoas a ele pertencentes se tenham sentido mais seguras graças aos avanços na campanha de vacinação, tenham substituído parte desta despesa por despesa em restauração.

### Porque não subiram tanto os bens duradouros?

Na primeira parte do artigo vimos como a despesa em transportes, lazer, restauração e turismo aumentou significativa-

mente nos últimos meses. No entanto, a recuperação dos bens duráveis foi mais contida<sup>4</sup>, um padrão que observamos nos vários subsectores que podemos capturar com os dados internos do CaixaBank (ver o terceiro gráfico). A que se deve este facto?

Em parte isto deve-se à grande capacidade de adaptação do setor aos canais de venda *online*, cujo crescimento está a ser significativo e prolongado no tempo, amortecendo a queda das vendas presenciais (ver o quarto gráfico). Neste sentido, a recuperação da despesa em bens duradouros, embora existente, não foi tão intensa como noutros setores, visto que a sua contração durante a pandemia foi mais suave.

Um segundo fator tem a ver com as cadeias de fornecimento e com a capacidade de produção. O facto da maior parte da queda do consumo durante a pandemia ter sido explicada pela imposição de restrições<sup>5</sup> originou que a procura tenha recuperado muito mais rapidamente em comparação com crises anteriores (de facto, os níveis de consumo em todas as categorias de bens são já superiores aos níveis de 2019). Não obstante, em muitos setores a oferta não pôde recuperar tão rapidamente.

Este desajustamento entre a oferta e a procura causou grande pressão nas cadeias de fornecimentos, especialmente no transporte marítimo. No setor dos bens duradouros, onde o produto final é muitas vezes fruto de uma longa cadeia de produção, esta situação torna-se especialmente relevante. O preço pelo envio de um contentor com mercadoria por barco disparou durante os últimos meses, atingindo níveis nunca vistos nos últimos anos, algo que originou a que muitas empresas tenham ficado sem aprovisionamentos para poderem manter o seu nível de produção (ver o quinto gráfico).

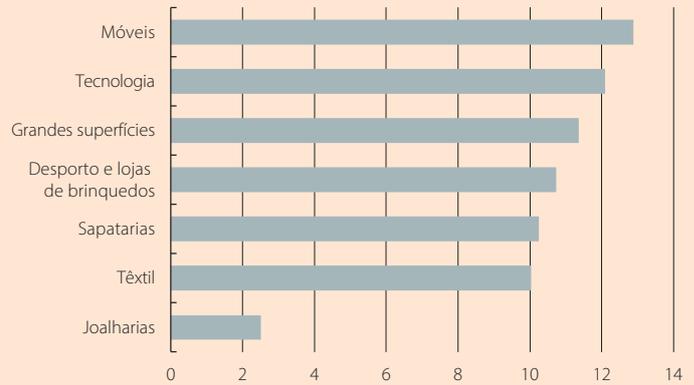
Finalmente, outro aspeto a ter em conta e que também está relacionado com o desajustamento entre a oferta e a procura leva-nos à China, a fábrica do mundo. As novas diretrizes marcadas por Pequim relativamente à contenção do consumo de energia para manter os preços sob controlo e cumprir os objetivos meio ambientais originaram a que um número importante de empresas se tenham visto obrigadas a reduzir ou inclusive a parar a sua produção durante alguns dias. Juntamente com a tensão das cadeias de fornecimento mencionada anteriormente, ambas as problemáticas poderão pressupor um risco de descida no mercado de bens duradouros no que resta do 4T 2021.

4. De facto, a recuperação é algo menor que o mostrado neste artigo, visto incluir a despesa no setor automóvel, um dos mais prejudicados pelos estrangulamentos atualmente presentes na oferta.

5. Ver o FOCUS «O papel do consumo adiado na recuperação da Zona Euro em 2021» na IM05/2021 ou «A poupança das famílias durante a pandemia e os seus possíveis efeitos sobre a reativação futura do consumo» no Boletim Económico 1/2021 do Banco de Espanha.

## Recuperação do consumo em bens duráveis desde o fim do estado de emergência

(p. p.)

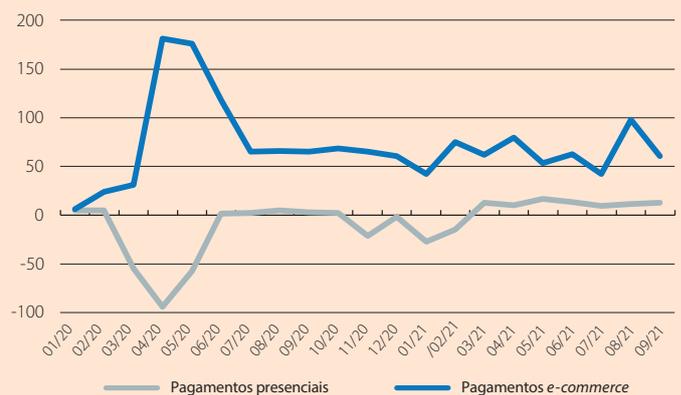


**Notas:** Cada barra mostra a diferença entre a evolução da despesa acumulada entre maio e setembro de 2021 relativamente à sua evolução no acumulado de janeiro a abril de 2021. Em ambos os casos, calculamos a sua variação relativamente ao mesmo período de 2019. Analisar a recuperação do consumo por setores através desta diferença de variações acumuladas permite eliminar uma parte muito importante da tendência proveniente da aceleração na substituição de numerário por pagamentos com cartão que a pandemia trouxe consigo, a qual deverá ser semelhante nos dois períodos considerados.

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

## Despesa com bens duráveis por canal de venda

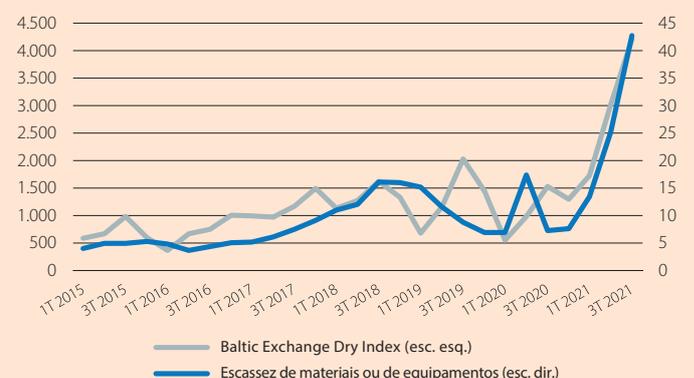
Variação relativamente ao mesmo período de 2019 (%)



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

## Zona Euro: Baltic Exchange Dry Index (BDI)\* e estrangulamentos no fabrico de produtos

Nível (% de empresas)



**Notas:** \* O Baltic Exchange Dry Index (BDI) é um índice dos fretes marítimos de carga seca a granel até 20 rotas marítimas-chave do mundo inteiro. A linha azul regista a percentagem de empresas que declara a «escassez de materiais ou de equipamentos» como um fator limitativo importante da sua produção.

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

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2021

© CaixaBank, S.A., 2021

Design e produção: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)





