

# IIM12

INFORMAÇÃO MENSAL  
DEZEMBRO 2021

# 2022

## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Estrutura económica e resistência aos choques na Zona Euro*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*Inflação em Portugal: preços movidos a eletricidade?*

*Quais os setores exportadores que mais podem crescer no pós-Covid?*

ECONOMIA ESPANHOLA  
*O impacto do aumento do preço da eletricidade na economia espanhola*

## DOSSIER: PERSPETIVAS 2022

---

*2022: regresso à normalidade?*

*Estrangulamentos: do, «porquê?» ao, «até quando?»*

*A resposta dos bancos centrais ao forte aumento da inflação (e a não resposta do BCE)*

*A UE em 2022: às voltas com a reforma das regras fiscais*

*Portugal em 2022, o ano da recuperação completa?*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Dezembro 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:

30 de novembro de 2021

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

### 10 ECONOMIA INTERNACIONAL

13 *Estrutura económica e resistência aos choques na Zona Euro*

### 17 ECONOMIA PORTUGUESA

19 *Inflação em Portugal: preços movidos a eletricidade?*

21 *Quais os setores exportadores que mais podem crescer no pós-Covid?*

### 24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *O impacto do aumento do preço da eletricidade na economia espanhola*

### 29 DOSSIER: PERSPETIVAS 2022

29 *2022: regresso à normalidade?*

31 *Estrangulamentos: do, «porquê?» ao, «até quando?»*

33 *A resposta dos bancos centrais ao forte aumento da inflação (e a não resposta do BCE)*

35 *A UE em 2022: às voltas com a reforma das regras fiscais*

37 *Portugal em 2022, o ano da recuperação completa?*

## A grande empresa

Seria muito benéfico para a população em geral que existissem mais empresas grandes. Há anos, senão décadas, que muitos economistas tentam convencer empresários e responsáveis pela conceção da política económica de que se devem executar ações para estimular o crescimento empresarial. Contam com o apoio esmagador da evidência empírica, mas a empresa que os economistas tentaram executar não deu resultados. Em Portugal, continuam a existir poucas empresas grandes, sobretudo em comparação com os principais países desenvolvidos. Sem dúvida, este é um dos principais motivos por que a produtividade da economia portuguesa continua a ser relativamente baixa. Dito de outra forma, este é um dos principais motivos por que o PIB per capita, ou o poder de compra de muitos portugueses, se mantém afastado dos países de referência. O que não conseguiram os economistas, conseguirá a COVID?

Permitam-me apontar brevemente a relação entre dimensão empresarial e produtividade. A proporção de empresas grandes numa economia é relevante, porque estas costumam ser muito mais produtivas. Em números: as vendas por empregado nas empresas com mais de 250 trabalhadores são mais do dobro do que nas de menor dimensão. Este é um padrão que observamos de forma generalizada em todos os países desenvolvidos. O nível de produtividade é semelhante em empresas de igual dimensão. O que muda é o peso que têm umas e outras em cada país. Por exemplo, em Portugal apenas 0,1% das empresas têm mais de 250 trabalhadores, enquanto na Alemanha este número é 0,3 p.p. superior. A diferença parece pequena, certo, mas o impacto que isso tem na distribuição do emprego e na produção é de primeiro nível. Na Alemanha, a proporção de pessoas que trabalha em empresas com mais de 50 trabalhadores é 18 p.p. superior, com tudo o que isso acarreta em termos de produtividade a nível agregado.

As empresas de maior dimensão são mais produtivas, em parte, porque são as que melhor souberam adaptar a sua estrutura às necessidades dos seus clientes. Já eram mais produtivas quando eram pequenas e, graças a isso, cresceram. Além disso, a dimensão maior permitiu-lhes explorar as economias de escala e, portanto, melhorar ainda mais a sua produtividade. Graças à dimensão maior, também podem investir mais em inovação, tanta tecnológica como em ativos intangíveis, e podem formar os seus trabalhadores e oferecer-lhes melhores condições de trabalho. O emprego costuma ser de maior qualidade (por exemplo, a proporção de contratos sem termo é claramente superior) e a remuneração é substancialmente mais elevada (50% superior em relação às empresas mais pequenas).

Como dizia, será a COVID um catalisador para que haja uma maior proporção de empresas grandes? É provável. Existiam três fatores latentes que empurravam nesta direção antes da pandemia e que aceleraram durante os últimos meses. Primeiro, a digitalização das empresas. O enorme esforço de investimento que isso pressupõe em alguns setores, como o bancário, atua como dinamizador da concentração a nível setorial. A digitalização dos canais de venda também multiplica o mercado potencial ao qual as empresas podem aceder. Constatámo-lo durante a pandemia com as pequenas e médias empresas que impulsionaram o canal de vendas *online* para amortecer o impacto das restrições. Depois destas terem abrandado, as vendas através deste canal continuam a crescer ao ritmo de dois dígitos.

É provável que a estrutura das empresas globais também mude nos próximos anos e que isso exija uma maior dimensão empresarial. A pandemia evidenciou a importância de ter uma estrutura produtiva mais resiliente, o que certamente passará por diversificar geograficamente os centros de produção e, ao mesmo tempo, tentar aproximar-se ao máximo do cliente final. Definitivamente, uma estrutura mais complexa que provavelmente exigirá uma dimensão de empresa maior para poder fazê-lo de forma otimizada.

Finalmente, a pandemia também aumentou o nível de exigência dos diferentes participantes das empresas. Por exemplo, os clientes, os trabalhadores, os investidores e, em alguns setores, também a regulamentação são cada vez mais exigentes em matéria ambiental. Também é provável que as necessidades de investimento que isso acarretará em muitos setores possam restringir a dimensão ideal para operar.

Estes são só alguns exemplos de forças que operam há muitos anos, mas que a pandemia acelerou. O ambiente financeiro e também o facto de que, durante a pandemia, as grandes empresas resistiram muito melhor à crise são fatores que dão um impulso adicional ao aumento da dimensão empresarial. Um claro reflexo de tudo isso é o número e o volume de operações de fusão e aquisição de empresas, que se encontra em máximos históricos a nível global.

## Cronologia

### NOVEMBRO 2021

- 13 A Cimeira do Clima COP26 encerra um novo acordo climático.
- 15 Crise migratória na fronteira entre a Bielorrússia e a Polónia.
- 22 Novas restrições à mobilidade na Europa e propagação da variante ómicron.

### 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.

### OUTUBRO 2021

- 3 O Consórcio Internacional de Jornalistas publica a sua investigação sobre contas em paraísos fiscais: Pandora Papers.
- 15 A variante delta plus da COVID-19 começa a expandir-se.
- 30 Cimeira do G-20 na qual é votado em referendo 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.

## Agenda

### 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 Espanha: 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: previsão do IPC (dezembro).  
Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).  
Portugal: NPL (3T).
- 31 Portugal: previsão do IPC (dezembro).

### JANEIRO 2022

- 3 Portugal: atividade turística (novembro).
- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).
- 7 Portugal: emprego e desemprego (novembro).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (dezembro).
- 10 Portugal: volume de negócios na indústria (novembro).
- 11 Espanha: contas financeiras (3T).
- 21 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).
- 24 EUA: PIB (4T e 2021).
- 25-26 Comité Monetário da Fed.
- 27 Espanha: inquérito à população ativa (4T).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 28 Espanha: previsão do PIB (4T).
- 31 Espanha: previsão do IPC (janeiro).  
Portugal: previsão do PIB (4T).  
Portugal: produção industrial (dezembro).  
Zona Euro: PIB (4T).

## Uma pausa no caminho

O ciclo de atividade enfrenta nos próximos meses a enésima prova de fogo, tendo em conta o surgimento da nova variante da pandemia (ómicron), as restrições à mobilidade anunciadas nos países do centro da Europa, a acumulação de surpresas negativas ao nível da inflação e a deterioração que a indústria continua a mostrar através das interrupções nas cadeias de fornecimento. A sensação é de que pelo menos as previsões do 1ºT do próximo ano terão que ser revistas em baixa, pois enfrentamos um novo miniciclo no qual aumentarão as limitações aos movimentos de bens e pessoas. Por enquanto desconhecemos desde a taxa de reprodução da variante ómicron (algumas estimativas iniciais avaliam-na em níveis ligeiramente superiores à Delta) até ao grau de eficácia das vacinas (existem divisões de opiniões na indústria farmacêutica). Em qualquer caso é cedo para estimar o efeito líquido sobre a atividade e deve ser tido em conta que a capacidade de resposta dos agentes e das autoridades económicas foi melhorando com cada novo episódio de mutação da COVID-19, dentro de um processo de adaptação e aprendizagem contínuas.

A novidade desta vez assenta em que o aparecimento da variante ómicron ocorre num momento no qual as surpresas negativas na vertente de preços se vão acumulando. No mês de novembro ocorreu um novo aumento da inflação na Zona Euro para 4,9% (2,6% a inflação subjacente), situando-se em máximos das últimas décadas em países como a Alemanha (6%) ou a Espanha (5,6%), enquanto os preços da indústria continuam a subir para níveis que não eram observados desde os choques do petróleo da década de setenta (+32% em Espanha ou +19% na Alemanha no mês de outubro). Neste sentido, inclusivamente em cenários mais favoráveis, não é de esperar que seja alcançado um ponto de viragem no comportamento da inflação até meados do próximo ano. Como acaba de reconhecer o presidente da Reserva Federal (Jerome Powell), a hipótese de transitoriedade começa a perder credibilidade, considerando que o problema não parece ser passageiro, especialmente nos EUA, onde os aumentos de preços das componentes mais voláteis estão a passar para as restantes rubricas do cabaz e os rácios de rotação no posto de trabalho (*The big quit*) já se situam em 3% da força da mão de obra (7% em setores como a hotelaria), provocando uma escassez de mão de obra em muitos segmentos do mercado de trabalho. Estimamos que nos EUA a inflação atingirá o máximo em níveis próximos de 7% no final do 1ºT 2022, mas o mais importante é que a inflação subjacente se irá aproximar nesse momento dos 6%, o que

poderá obrigar a intensificar o *tapering* à Fed para, caso seja necessário, começar a subir as taxas de juro antes do verão.

Neste contexto, a pergunta é: como poderá a nova variante do vírus afetar o comportamento dos preços? A julgar pela experiência do que aconteceu em 2020, a descida da procura deverá diminuir a pressão nos mercados de produção e implicar uma descida dos preços, começando pelos preços das matérias-primas. No entanto, desta vez poderá ser diferente, pois com a logística global muito afetada, qualquer nova disrupção (encerramento de portos na China, etc.) poderá introduzir novas restrições no funcionamento das cadeias de valor, complicando a gestão de existências e entrincheirando as tensões no processo da formação dos preços. Isto complicará o processo incipiente de normalização monetária, pois os bancos centrais encontrar-se-ão entre a espada de tentar manter as condições financeiras pouco restritivas e a parede de enfrentar um período mais longo que o esperado, com a inflação a desviar-se acentuadamente dos objetivos. Os países emergentes, especialmente os países dependentes do turismo e com elevadas necessidades de financiamento a curto prazo, continuarão a ser a parte mais frágil do cenário.

Portanto, a recuperação terá que enfrentar um novo obstáculo a curto prazo, o que não deverá alterar a sua trajetória, mas que poderá voltar a perturbar o panorama económico nas próximas semanas, pelo menos até que tenhamos toda a informação necessária para afinar as respostas, quer sanitárias quer de política económica. As expectativas das empresas e dos consumidores condicionarão a incidência a curto prazo. A médio prazo continuam de pé os fatores que foram consolidando a reativação nos últimos trimestres: eficácia e capacidade de adaptação das vacinas, elevados níveis de poupança e condições monetárias e fiscais muito expansivas. Estamos perante uma nova pausa no caminho, após a qual o ciclo de negócios deverá prosseguir no caminho da recuperação.

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	0,75	1,50
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,15	0,83	1,65
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,30	1,24	1,95
Dívida pública 2 anos	3,70	0,96	1,63	0,13	0,40	1,00	1,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,75	2,15	2,45
<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	-0,28
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,46	-0,35	-0,15
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,70	-0,40	-0,15
Dívida pública 10 anos	4,30	1,69	-0,27	-0,57	-0,20	0,00	0,20
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,29	-0,02	0,31
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,12	0,15	0,45
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,40	0,60	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	-0,43	-0,05	0,34
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,21	0,21	0,54
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,40	0,65	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	1,14	1,15	1,19
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,84	0,82
<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	70,2	56,5	52,9

Previsões

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

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	2,8	-3,1	6,0	4,5	3,8
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,1	3,9	2,4
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,4	3,5	2,6
Zona Euro	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,1	4,7	2,4
Alemanha	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,6	4,5	2,2
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	6,8	4,0	1,9
Itália	1,5	-0,4	0,4	-9,0	6,2	4,5	2,5
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,3	4,9	2,6
Espanha	3,7	0,5	2,1	-10,8	4,4	5,9	3,5
Japão	1,4	0,5	0,0	-4,7	1,8	2,4	1,1
Reino Unido	2,9	1,2	1,7	-9,7	6,8	4,9	1,9
<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	-2,5	5,3	4,9	3,0
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,5	3,2	4,4	4,1	3,1
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,6	1,4	0,7	3,0	3,0	1,6
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,6	4,7	1,9
Zona Euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,5	2,4	1,4
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	3,0	2,7	1,5
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	2,4	1,4
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,8	2,3	1,4
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,2	1,4	1,4
Espanha	3,2	1,4	0,7	-0,3	2,9	2,6	1,3
Japão	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,8	0,7
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,3	2,6	1,6
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,1	5,5	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	4,9	5,3	3,2

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	4,4	2,4
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	4,4	3,2
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,1	-18,7	7,5	11,9	5,7
Importação de bens e serviços	3,6	2,5	5,0	-12,2	8,4	9,7	6,8
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>2,6</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	0,7	0,2
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,5	6,4
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	4,6	5,7	3,6
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,8	-0,4
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,5	3,6	7,1	5,3
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	14,4	6,5	4,3
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,7	7,5	5,9
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,3	-0,3	1,3	-9,1	4,5	4,9	3,0
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,1	11,4	9,2	5,5
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	11,1	6,3	4,2
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>3,5</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,5	4,3	2,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,0	14,1	15,5	15,1	14,0	13,1
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	0,7	-0,3	2,9	2,6	1,3
Custos de trabalho unitários	3,0	0,3	3,1	5,0	1,5	0,6	1,1
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	-7,7	-5,3	-3,9

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

Previsões

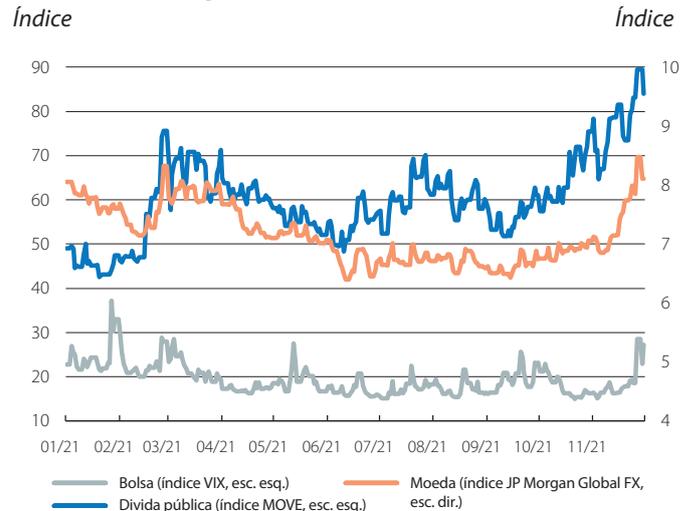
## O foco dos investidores: inflação e ómicron

**Maior volatilidade face às dúvidas sobre a visão da transitoriedade e do risco ómicron.** Os sinais de stress nas pressões inflacionistas e as possíveis implicações para a política monetária foram, uma vez mais, os temas dominantes nos mercados. O discurso dos bancos centrais sobre a transitoriedade na subida da inflação desgastou-se devido à persistência dos estrangulamentos, aos elevados preços da energia e aos sinais de que estas pressões se estão a estender a outras componentes do IPC. Entretanto, a descoberta da nova variante da COVID, a ómicron, provocou receios entre os investidores devido ao impacto que poderá ter no crescimento económico perante o risco de poder trazer novas restrições e de agravar as distorções na oferta. Neste contexto, não surpreende que a volatilidade tenha aumentado de uma forma ligeiramente mais significativa nos ativos de rendimento fixo e nas divisas. No rendimento variável, a incerteza devido à variante ómicron originou quedas substanciais nas bolsas no final do mês.

**Os investidores contam com duas subidas das taxas de juro por parte da Fed em 2022.** Nos EUA, as expectativas de inflação e as taxas de juro da dívida soberana retomaram uma tendência de aumento, após dados do IPC de outubro acima do esperado e a robustez do mercado de trabalho. Não obstante, este comportamento foi interrompido nas últimas sessões do mês pelo choque ómicron e pela consequente procura de refúgio por parte dos investidores. Assim, o *treasury* a 10 anos fechou o mês de novembro com uma queda de 11 pontos base, para 1,44%. Para o final do ano, outro fator importante será a aprovação (ou a suspensão) de um novo teto da dívida antes de 15 de dezembro. Por seu lado, nos mercados monetários assume-se que a Fed responderá com duas subidas nas taxas de juro oficiais em 2022 assim que terminar o *tapering* o qual, segundo o plano apresentado na reunião de novembro, terminará a meio do ano. As nossas previsões preveem também duas subidas de taxas de juro em 2022. Entretanto, o presidente norte-americano Joe Biden anunciou que Jerome Powell se manterá à frente da Fed num segundo mandato.

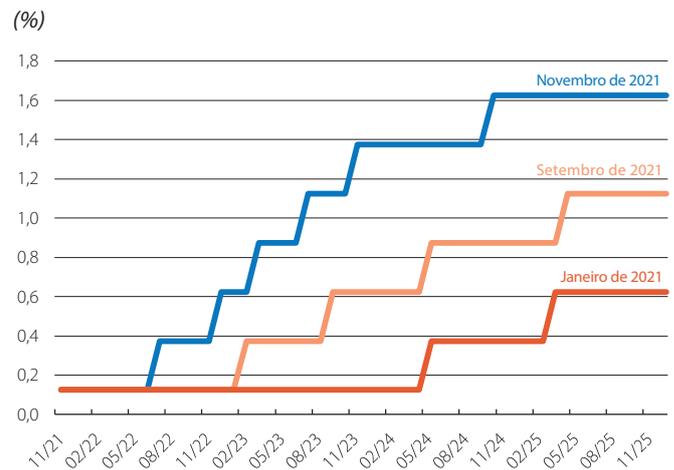
**O BCE, firme no seu discurso de transitoriedade.** Os discursos dos membros do Conselho de Governo confirmaram uma posição firme sobre a visão de transitoriedade na subida dos preços, enquanto são rejeitadas subidas nas taxas de juro oficiais em 2022. Em contraste, os mercados apontam para a primeira subida de taxas de juro depois (10 pontos base) entre o final desse ano e inícios de 2023. Na reunião de dezembro, é provável que o BCE prolongue as TLTRO com condições menos favoráveis do que as atuais e que anuncie que o fim do PEPP no próximo mês março poderá ser compensado, em parte, com maiores compras ao abrigo do programa de compras APP. A firmeza do BCE sobre a transitoriedade da inflação, por um lado, e a deterioração na emergência sanitária, por outro, refletiu-se numa

### Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

### Expectativas sobre as taxas de juro de referência da Fed



Nota: Forwards sobre a taxa de juro OIS derivados a partir de curvas de juros de mercado.

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

### Taxa de câmbio nominal efetiva do euro



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

desvalorização significativa do euro face ao dólar. Além disso, a rentabilidade das obrigações soberanas desceu de uma forma generalizada.

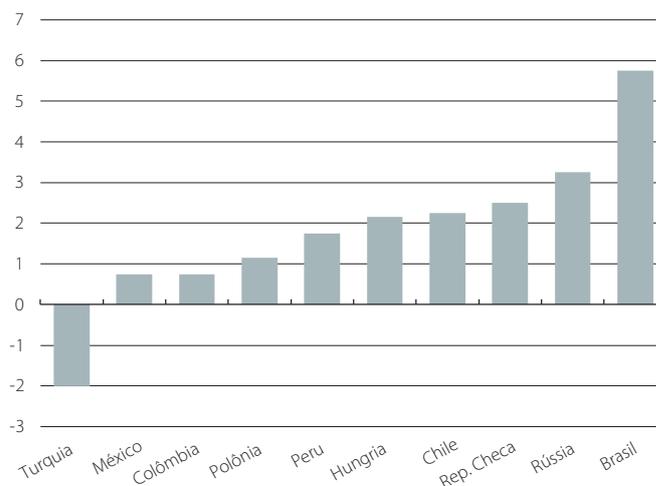
**Os mercados emergentes aceleram as subidas das taxas de juro.** A força do dólar e as perspectivas entre os investidores sobre uma retirada mais agressiva de estímulos por parte da Fed pressionaram mais fortemente vários bancos centrais dos países emergentes para aprovarem uma nova ordem de subidas nas taxas de juro oficiais. No entanto, as medidas não foram suficientes para evitar a descida das suas moedas, cuja desvalorização continua a exercer uma pressão em alta nas suas respetivas taxas de inflação. Assim, segundo o Instituto Internacional de Finanças, os fluxos de carteira líquida para as economias emergentes diminuíram em outubro para 24.900 milhões de dólares (face aos 31.800 em setembro). No entanto, a Turquia continua a ser a grande exceção. O banco central desceu pelo terceiro mês consecutivo a taxa oficial em 100 pontos base, o que fez desvalorizar a cotação da lira para mínimos históricos.

**O regresso do fantasma do gás natural e a queda do petróleo.** Depois de mostrar sinais de estabilização em outubro, o preço do gás natural retomou a tendência de alta com uma subida de 42% no fecho do mês (tomando como referência o Dutch TTF). Entre os fatores que incidiram neste comportamento destacaram-se, por um lado, a decisão das autoridades alemãs de suspender temporariamente a certificação do gasoduto russo Nord Stream 2 e, por outro, a falta de um aumento significativo no abastecimento à Europa por parte da russa Gazprom. No mercado de petróleo, o preço do barril de Brent mostrou um comportamento muito volátil, guiado pelo temor à repercussão que possa ter a variante ómicron sobre a procura nos próximos meses e pela possível revisão da oferta da OPEP na sua reunião de dezembro, o que desencadeou a queda do preço até aos 70 dólares no final de novembro, nível não visto desde agosto.

**A ómicron interrompe o bom momento das bolsas.** A perturbação dos mercados iniciada na *Black Friday*, ao serem conhecidas as notícias da ómicron, foi suficiente para inverter o bom comportamento que se vinha a dar nas bolsas internacionais ao longo do mês, após a positiva campanha de resultados empresariais do 3T de ambos os lados do Atlântico. De facto, pelo terceiro trimestre consecutivo, no caso das empresas do S&P 500, os lucros empresariais superaram as previsões do consenso dos analistas. Como balanço, os principais índices bolsistas terminaram o mês com quedas acentuadas, de 1% para o S&P 500 e cerca de 4%, tanto na Europa (-8% para o Ibex 35) como nos mercados emergentes. Por enquanto, a prudência prevaleceu entre os investidores, que se mantêm à espera de novas informações para poderem dimensionar o risco que a ómicron possa significar nas suas previsões de lucros.

### Variação das taxas de juro oficiais em 2021

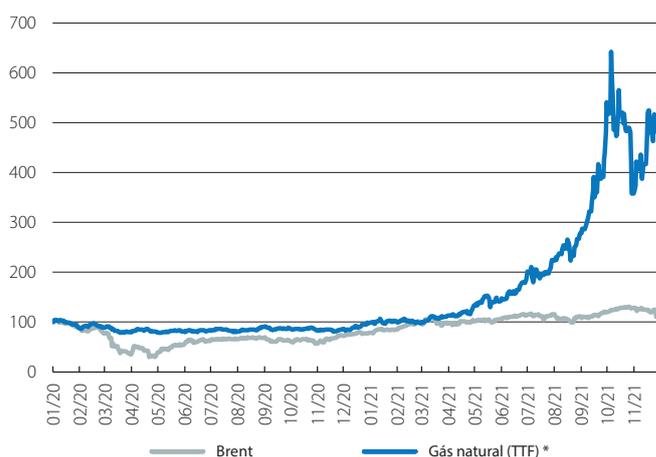
(p. p.)



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

### Preços do Brent e do gás natural

Índice (100 = janeiro 2020)

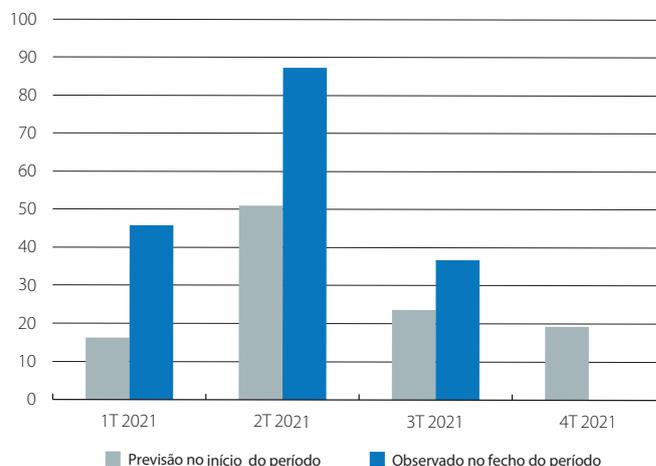


Nota: \*O gás natural TTF é o gás utilizado como referência na Europa.

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

### Lucros empresariais S&P 500

Variação homóloga (%)



Nota: Os dados correspondem ao lucro por ação (BPA).

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

**Taxas de juro (%)**

	30-novembro	31-outubro	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	-0,57	-0,55	-2	-2,8	-4,7
Euribor 12 meses	-0,51	-0,46	-5	-0,6	-1,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,79	-0,65	-14	-7,4	-11,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,74	-0,59	-15	-3,7	-1,9
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,35	-0,11	-24	22,0	17,9
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,40	0,61	-21	35,2	28,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,33	0,52	-19	30,0	25,4
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,17	0,13	4	-6,5	-5,9
Libor 12 meses	0,38	0,36	2	4,1	4,9
Dívida pública a 1 ano	0,22	0,12	10	11,4	11,7
Dívida pública a 2 anos	0,57	0,50	7	44,4	39,9
Dívida pública a 10 anos	1,44	1,55	-11	53,1	51,8

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

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	57	51	7	9,6	10,8
Itraxx Financeiro Sénior	68	58	9	8,6	10,4
Itraxx Financeiro Subordinado	130	113	16	18,8	22,3

**Taxas de câmbio**

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,134	1,156	-1,9	-7,2	-6,1
EUR/JPY (ienes por euro)	128,320	131,770	-2,6	1,7	1,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,853	0,845	0,9	-4,6	-5,2
USD/JPY (ienes por dólar)	113,170	113,950	-0,7	9,6	8,5

**Matérias-primas**

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	564,2	571,2	-1,2	27,1	32,1
Brent (\$/barril)	70,6	84,4	-16,4	36,2	48,8
Ouro (\$/onça)	1.774,5	1.783,4	-0,5	-6,5	-2,2

**Rendimento variável**

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.567,0	4.605,4	-0,8	21,6	24,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.063,1	4.250,6	-4,4	14,4	15,3
Ibex 35 (Espanha)	8.305,1	9.057,7	-8,3	2,9	2,0
PSI 20 (Portugal)	5.433,1	5.732,0	-5,2	10,9	18,4
Nikkei 225 (Japão)	27.821,8	28.892,7	-3,7	1,4	3,9
MSCI emergentes	1.212,4	1.264,8	-4,1	-6,1	-0,9

## A recuperação económica global: o jogo do frio e do quente

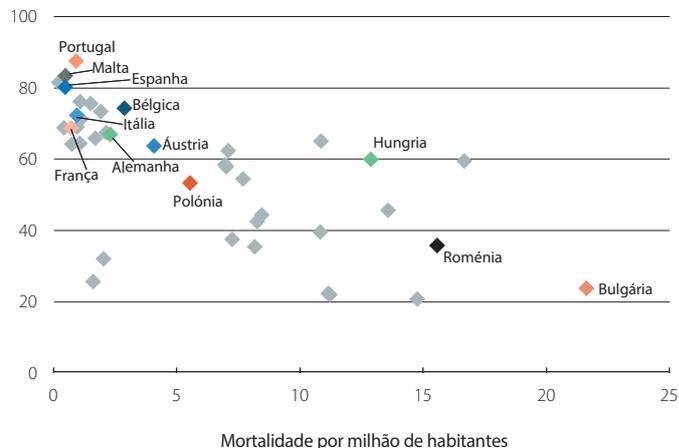
**Nova variante, a mesma mensagem: é importante que a vacinação chegue a todos.** Durante os últimos dois anos, a pandemia foi-nos ensinando que, apesar de parecer que todos os países estão perante o mesmo fenómeno, o seu impacto não é igual para todos. Prestes a entrar na época de Natal e nos meses de frio no hemisfério norte, a Europa enfrenta uma nova vaga de contágios e comprova o impacto das vacinas: o aumento do número de contágios e a mortalidade estão a ser muito mais fortes em países e em regiões com percentagens mais baixas de vacinação. Além disso, as novas variantes do coronavírus também não dão sinais de trégua noutras regiões do mundo. Estruturas económicas diferentes, avanços desiguais nos programas de vacinação e políticas de saúde distintas fazem-nos prever que o seu impacto será sentido ao longo dos próximos meses. Por conseguinte, o vírus continuará a ser o principal risco para a evolução da economia, quer pelo que significa em termos de alterações dos hábitos de consumo, lazer e trabalho, quer pelo impacto que possa continuar a exercer nas cadeias globais de aprovisionamento. A isto é preciso acrescentar a crise energética que, juntamente com a logística, acrescenta pressão a uma inflação já por si só pressionada. Se há um ano acertávamos com a previsão segundo a qual a vacinação impeliaria a atividade económica, o seu indubitável efeito positivo também não pôde trazer milagres económicos, particularmente tendo em conta o seu desenvolvimento desigual. Assim, entre os hemisférios norte e sul, economias avançadas e emergentes, populações mais ou menos vacinadas, o panorama que encontramos às portas da comemoração destas datas tão assinaladas apresenta tantas cores como as luzes de Natal.

### ECONOMIAS AVANÇADAS

**A economia norte-americana entre sinais de vitalidade e de sobreaquecimento.** Após uma desaceleração acentuada no 3T (de um crescimento homólogo trimestral de 1,6% no 2T, tendo a economia norte-americana crescido uns modestos 0,5% no 3T), alguns indicadores para o 4T surpreenderam positivamente e realçaram, em particular, os dados do sentimento empresarial e do mercado de trabalho. Neste último âmbito, foram criados em outubro 531 000 postos de trabalho, enquanto a taxa de desemprego manteve a sua descida até atingir os 4,6%. Por seu lado, o índice de sentimento empresarial compósito (PMI) manteve-se em zona de expansão em novembro, registando uma ligeira queda relativamente a outubro (56,5 vs. 57,6). Apesar de confirmar os ventos favoráveis da economia norte-americana, o inquérito aponta para aumentos significativos nos custos de produção, que se irão refletir, mais tarde ou mais cedo, em maiores preços para o consumidor, confirmando a tensão do lado da oferta devido à escassez de fornecimentos e da disponibilidade de mão de obra. As dinâmicas salariais (os salários avançaram 4,9% em variação homóloga anual em outubro) acentuam as preocupações face ao sobreaquecimento da economia. Neste contexto, o Congresso deu a sua aprovação final à vertente de infraestruturas do Plano Biden, no valor

### Europa: vacinação e mortalidade em novembro de 2021

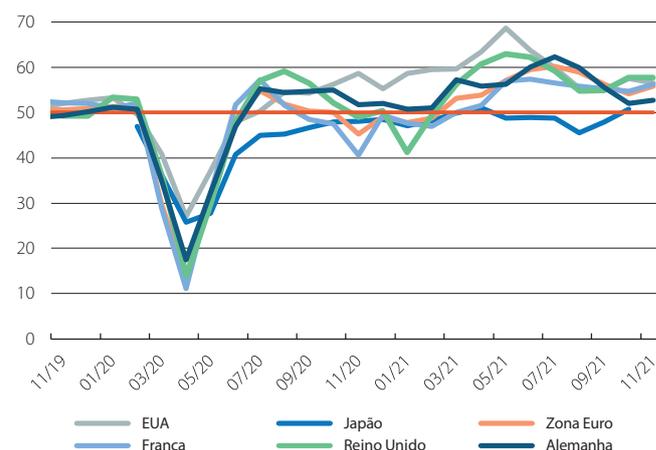
População com a vacinação completa (%)



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

### Países avançados: PMI compósito

Nível



Nota: O índice para novembro corresponde ao flash. Os dados do Japão são até outubro.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

### Países emergentes: PMI compósito

Nível



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

de 1,2 mil milhões de dólares. Além disso, a Câmara dos Representantes aprovou o pacote de despesa social e climático de 1,75 mil milhões. No entanto, esta proposta deverá seguir agora para o Senado e regressará provavelmente à Câmara, pelo que o caminho até à aprovação final ainda é longo.

**A inflação preocupa nos EUA enquanto na Zona Euro os sinais são mais moderados.** A inflação norte-americana voltou a surpreender positivamente, com uma subida de 0,8 p. p. em outubro até chegar aos 6,2%, enquanto a inflação subjacente se situou nos 4,6%. Destaque particular para o aumento generalizado de preços em praticamente todas as componentes, um sintoma mais evidente da escassez de oferta, provocada pelas dificuldades nas cadeias de fornecimentos e na «Grande Renúncia», uma vez que a rigidez da oferta de trabalho está a aumentar as pressões sobre os preços após a pandemia. Os dados mais recentes sugerem que estas pressões se estenderão durante o primeiro semestre de 2022, o que nos leva a aumentar substancialmente as previsões de inflação para os EUA (de 3,6 para 4,6% a inflação geral e de 3,2 para 4,3% a inflação subjacente em 2022). Neste ambiente, a Reserva Federal deverá começar a subir as taxas de juro ao longo de 2022 (duas vezes, de acordo com as nossas previsões mais recentes). Por seu lado, na Europa, as perspetivas inflacionistas dão-nos uma imagem ligeiramente diferente, apesar de partilharem alguns fatores comuns com os EUA, tais como os elevados preços da energia e os estrangulamentos globais. Especificamente, a inflação geral da Zona Euro situou-se nos 4,9% em novembro, enquanto a inflação subjacente chegou aos 2,6%. As pressões do lado do mercado de trabalho não estão ainda a ocorrer apenas na Zona Euro, como também uma parte da inflação se desvanecerá de uma forma mecânica a partir de janeiro de 2022, assim que o efeito de base do corte temporário do IVA na Alemanha no segundo semestre de 2020 se desfça. Neste sentido, deveremos esperar até 2023 para verificarmos subidas das taxas de juro por parte do BCE (para mais detalhes, ver a conjuntura dos Mercados).

**O clima está a arrefecer, mas o sentimento económico na Europa mantém-se protegido.** Enquanto o aumento de contágios em vários países europeus é preocupante, milhões de cidadãos voltam a confinamentos generalizados. No entanto, os indicadores europeus de confiança dão sinais de melhoria: os PMI de novembro surpreenderam positivamente na Alemanha (52,8 vs. 52,0), em França (56,6 vs. 54,7) e no conjunto da Zona Euro (55,8 vs. 54,2). Contudo, estes indicadores não refletem ainda o impacto das maiores restrições sanitárias. O que registam são as pressões de aumento dos preços, já que as expectativas para os custos de produção marcam máximos históricos, em parte, perante a crise nas cadeias de fornecimentos globais. Neste sentido, os estrangulamentos nestas cadeias estão a afetar particularmente o «motor alemão», devido à sua elevada exposição ao setor industrial, em particular à indústria automóvel altamente integrada nas cadeias de valor globais. Além disso, o índice Ifo de confiança empresarial alemão registou uma nova queda (a sua quinta queda consecutiva, para 96,5 pontos), o que indica importantes riscos de descida para o crescimento da economia alemã nos próximos trimestres. De facto, para o conjunto da Zona Euro, os riscos para as nossas previsões de crescimento também são em baixa (5,1% em 2021, 4,7% em 2022), a par de novos surtos e da persistência dos problemas globais de oferta.

## EUA: PIB

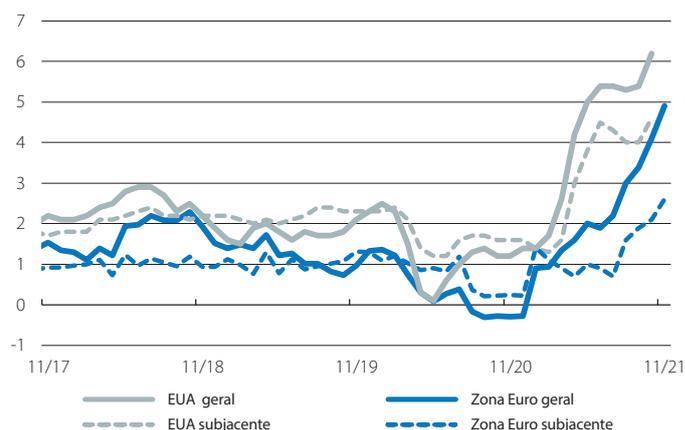
Variação (%)



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

## EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)

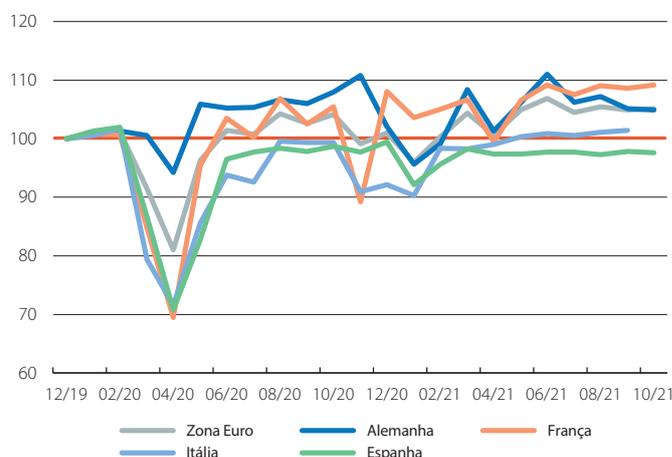


Notas: Os dados de novembro para a Zona Euro correspondem à estimativa flash. Para os EUA os dados são até outubro.

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

## Zona Euro: vendas a retalho

Índice (100 = dezembro de 2019)



Nota: Série ajustada de sazonalidade.

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

**A economia nipónica volta à zona de contração.** A atividade económica japonesa vive um 2021 em roda dentada, movida em função dos avanços da pandemia e dos obstáculos nas cadeias de fornecimento globais. O PIB japonês caiu 0,8% em variação homóloga trimestral no 3T (+1,4% em variação homóloga anual), após um modesto avanço de 0,4% em variação homóloga trimestral no 2T (e de uma queda de 1,1% no 1T). No entanto, a recente reabertura de numerosas atividades económicas deverá trazer novamente a atividade nipónica ao terreno de expansão no 4T.

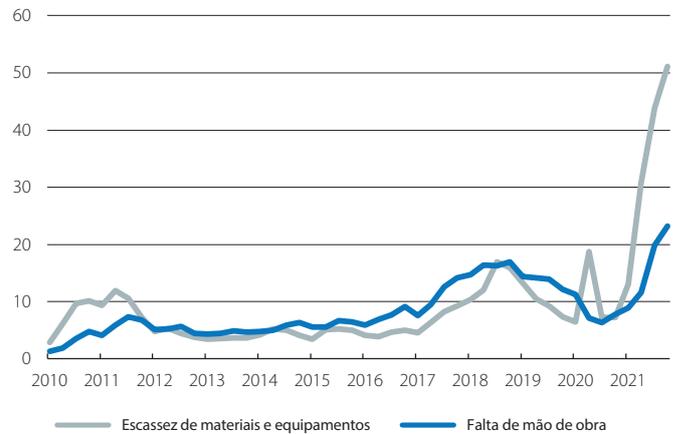
**ECONOMIAS EMERGENTES**

**A China enfrenta uma massa de ar frio com rajadas do setor imobiliário.** A economia chinesa continua a dar sinais mistos entre a eclosão da crise no setor imobiliário e a recuperação da produção industrial e das vendas a retalho, após a diminuição das pressões causadas por parte da oferta pela crise da energia e pelas restrições sanitárias impostas. No entanto, o setor imobiliário continua a pesar na evolução da atividade chinesa, o que continua a afetar o investimento, com uma queda deste setor em ativos fixos em outubro (-2,5% em variação homóloga anual face a -1,7% em setembro). Num ambiente regulador particularmente desfavorável a empresas com elevados rácios de endividamento, a crise no setor continuará a representar um risco importante para a economia, tendo em conta o efeito significativo de repercussão do setor. Não obstante, as autoridades chinesas estão já a tomar medidas para conter os efeitos desta crise, como o demonstram o alívio de alguns regulamentos nos mercados imobiliário e hipotecário e o aumento da emissão de dívida por parte dos governos locais. Apesar de alguma turbulência a curto prazo, espera-se que o crescimento da China se mantenha em cerca de 5% em 2022.

**Os países emergentes estão particularmente expostos ao calor da inflação.** Embora quase todas as economias emergentes recuperem previsivelmente os seus níveis do PIB pré-pandemia ao longo de 2022, a subida da inflação continua a arrastar as suas perspetivas económicas ao afetar os fluxos financeiros para estas economias e ao ocasionar uma maior restritividade em termos das políticas monetárias. Apesar da disparidade significativa entre países, a resposta fiscal e as quedas do PIB associadas à pandemia supuseram um aumento de quase 10 p. p. na dívida pública das economias emergentes (de 54,7% do PIB em 2019 para 64,3% em 2021, segundo o FMI). Além disso, a discrepância nas políticas monetárias foi também evidente este ano. Por exemplo, se por um lado o Brasil se «antecipou» à curva das taxas de juro em 2021, com aumentos significativos das taxas de juro por parte do seu banco central, os desequilíbrios fiscais preocupam a médio prazo. Por outro lado, na Turquia, apesar do baixo nível da dívida, os recentes cortes das taxas de juro intensificaram a forte desvalorização da lira turca podendo, no caso de uma maior subida da inflação, forçar uma inversão da tendência da política monetária ao longo de 2022. Neste ambiente, o *tapering* dos bancos centrais nas economias avançadas, a instabilidade política e o arrefecimento da economia chinesa continuarão também a pesar nas perspetivas económicas.

**Zona Euro: fatores que limitam a produção industrial**

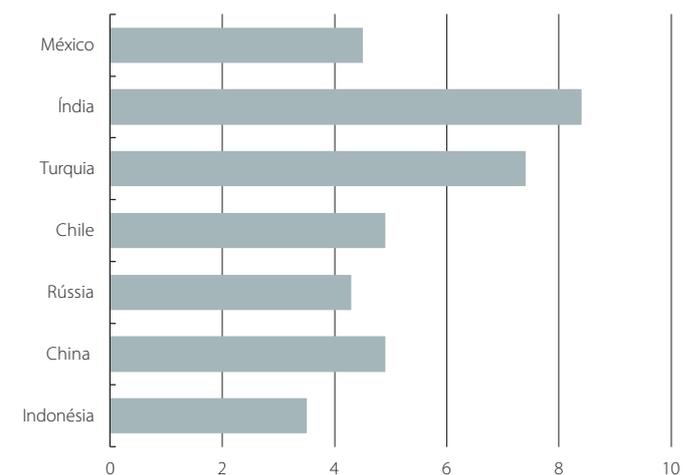
(% de respostas afirmativas)



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

**Países emergentes: PIB 3T 2021**

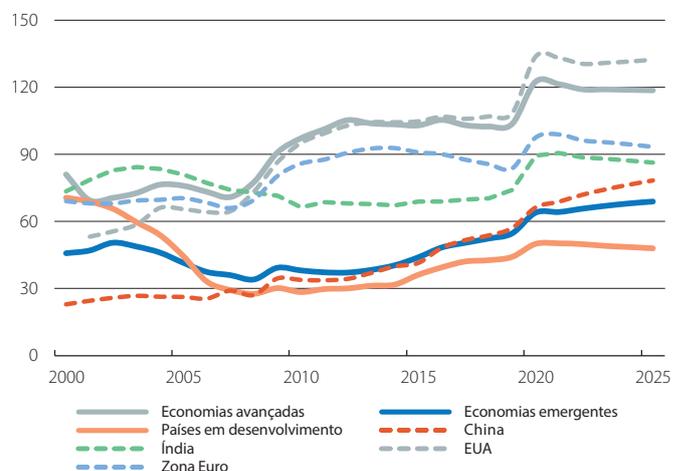
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos Institutos Nacionais de Estatística.

**Mundo: dívida pública**

(% do PIB)



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

## Estrutura económica e resistência aos choques na Zona Euro

A pandemia da COVID-19 pressupôs, como todos sabemos, um choque sanitário, social e económico sem precedentes, com um impacto muito diferente entre as economias da Zona Euro apesar das amplas políticas económicas implementadas para resistir aos danos. Estas diferenças podem ser explicadas, principalmente, pela dureza das restrições, pela estrutura económica setorial, pela situação de partida de cada economia e, inclusivamente, pela qualidade das instituições<sup>1</sup>.

### Dos problemas vividos pelos setores dos serviços com uma maior interação social...

Relativamente à composição setorial, a natureza das medidas implementadas para travar o avanço do vírus castigou com especial dureza as atividades com uma componente elevada de interação social (turismo, restauração, entretenimento...)<sup>2</sup>. De facto, durante a crise (desde o 4T 2019 até ao 1T 2021), as quedas de atividade mais acentuadas acontecem onde o peso destes setores é maior em termos do VAB. Centrando-nos nos quatro grandes, apenas na Alemanha o peso destas áreas em 2019 era claramente inferior ao número médio da Zona Euro (de 19,8% face a 22,4%), em França estaria em torno da média (20,6%), enquanto em Itália e em Espanha superava claramente esta média (25,5% e 28,5%, respetivamente).

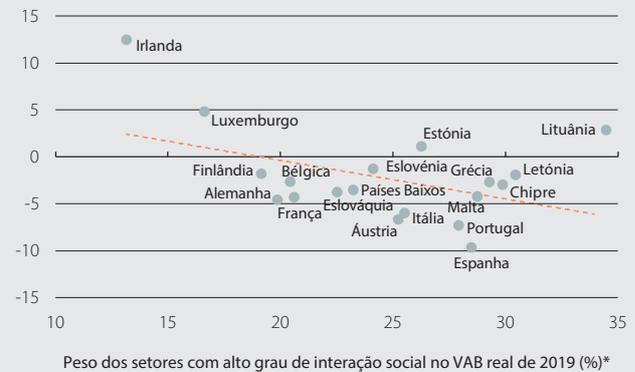
É certo que estes setores registaram uma importante recuperação a partir do 2T 2020 uma vez que começaram a ser levantadas as restrições, mas o castigo sofrido devido ao grande «confinamento» deixou sequelas um pouco mais persistentes. Mais de um ano após o início da crise, a atividade no comércio, hotelaria, restauração e lazer na Zona Euro é ainda mais de 11% inferior ao seu nível anterior à crise. Pelo contrário, a indústria (sem a construção), serviços financeiros, comunicação e setor público superaram já no 2T 2021 os seus níveis anteriores à crise.

Este comportamento dispar dos vários setores da economia afetou também o emprego, impacto que teria sido ainda maior sem as importantes políticas económicas implementadas (como os mecanismos de regulação temporária de emprego), tal como refletem os comportamentos do emprego e das horas trabalhadas. De acordo com os dados do Eurostat, entre o 4T 2019 e o 2T 2021, o número de empregos nos setores mais «sociais» caiu 5,2%, enquanto a descida nas horas trabalhadas se ajusta melhor à queda sofrida pela sua atividade (10,8%).

1. Ver o relatório de Bruegel (2020). «Why has Covid-19 hit different European Union economies so differently». Policy Contribution. Issue n.º 18, setembro.  
2. Ver BCE (2021). «The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries». ECB Economic Bulletin. Issue 5/2021.

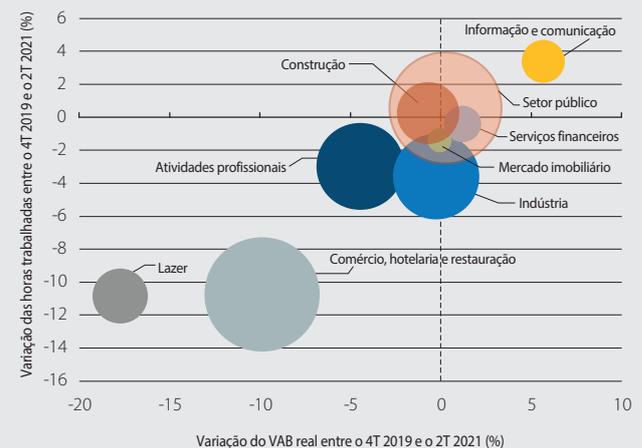
### Zona Euro: composição setorial e impacto económico

Variação do VAB real entre o 4T 2019 e o 1T 2021 (%)



Nota: \* Comércio grossista e retalhista, transportes, restauração, hotelaria, lazer e cultura.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

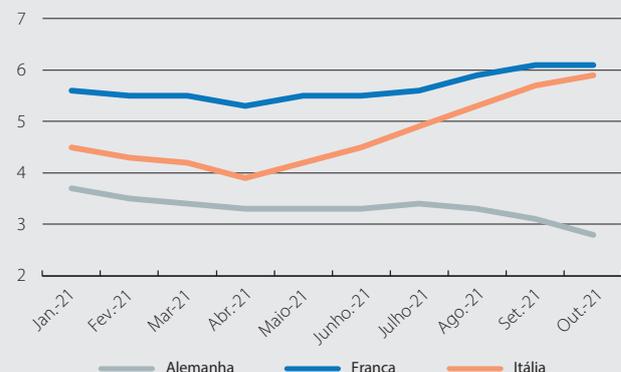
### Zona Euro: horas trabalhadas e atividade por setores



Nota: A dimensão da bolha representa o volume de horas trabalhadas em cada setor no 2T 2021.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

### Zona Euro: previsão de crescimento do PIB em 2021 \*

Variação anual (%)



Nota: \* Previsão do crescimento publicado todos os meses.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Consensus Forecast.

Analisando o comportamento dos setores da hotelaria, restauração e lazer nas quatro grandes economias, nota-se o mesmo padrão de comportamento, embora com uma intensidade diferente. Na Alemanha, a atividade conjunta destes setores era no 2T 2021 8,0% inferior ao seu nível pré-COVID, face à forte correção em Espanha (22% abaixo) e em França (15% inferior), enquanto em Itália essa atividade atingiu uma importante recuperação no 2T 2021, situando-se apenas 9,7% abaixo do seu nível pré-crise (face aos 18% do 1T 2021). Esta diferenciação é explicada, em grande medida, pela relevância desigual que o turismo internacional tem em cada um deles.

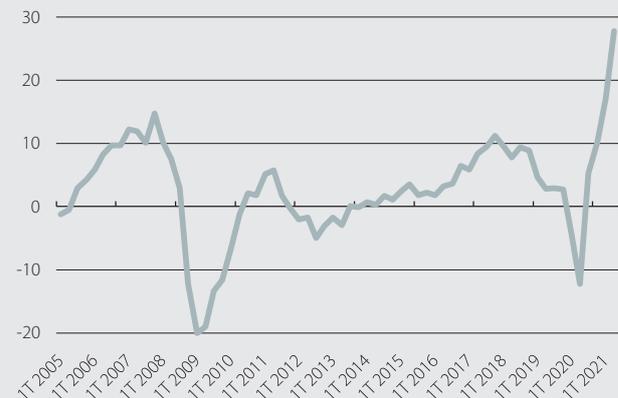
Por seu lado, a evolução seguida pelas horas trabalhadas nestes setores mais sociais reflete também o diferente padrão económico de cada país. Assim, em França, entre o 2T 2021 e o 4T 2019, as horas trabalhadas nos setores mais sociais caíram mais de 14% e concentram quase 75% das horas perdidas no total da economia, em Itália e em Espanha as horas caíram 12% e 9,0%, respetivamente, explicando em ambos os casos, cerca de 90% da queda total de horas. Por seu lado, na Alemanha, apesar das horas nestes setores terem recuado quase 10%, explicam apenas 60% da perda total de horas.

### ...aos problemas da indústria pelos desajustamentos de oferta globais

Com estes dados poder-se-ia supor que as economias com um menor peso destes setores «sociais» se encontravam mais bem posicionadas para superar os danos da crise e, neste sentido, a Alemanha encontrava-se na liderança... até ao verão. Se num primeiro momento o peso elevado da sua indústria limitou o impacto da crise, agora a falta de fornecimentos causada pelas disrupções das cadeias de oferta global estão a penalizá-la com especial dureza.

No 2T e 3T 2021 o crescimento alemão foi já inferior ao esperado, enquanto a França e a Itália surpreenderam positivamente. Não é por acaso que nestes países o peso da indústria nas suas economias (14% e 20%, respetivamente) é inferior ao da Alemanha (26%). Além disso, a importância do setor automóvel alemão (mais de 20% da indústria) atua também contra eles: quase 90% dos fabricantes alemães de carros reconheciam sofrer problemas de abastecimento em outubro. Até à data, e de acordo com estimativas da Ifo, as perdas causadas por estes estrangulamentos na indústria alemã ascendem no seu conjunto a quase 40.000 milhões de euros, mais de 1,0% do PIB anual. E não é só isso: segundo a Ifo, estes problemas de abastecimento poderão arrastar-se por mais oito meses para a totalidade da indústria, podendo alcançar quase os dez meses nas indústrias química e automóvel. Tornando-se realidade, a indústria sofreria perdas de cerca de 2,0% do PIB anual em 2022, um importante risco em baixa para as previsões do crescimento alemão.

### Alemanha: encomendas industriais relativamente à capacidade de produção (%)



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

É certo que os problemas de fornecimentos afetam todos os países da Zona Euro, sendo que isto explica a forte desaceleração que se antecipa em todos os casos para o 4T. No entanto, a estrutura económica da Alemanha torna-a muito mais vulnerável a estes estrangulamentos, o que explica a deterioração que as suas perspetivas de crescimento mostraram.

A notícia positiva é o facto desta situação ser temporária e, após o desajustamento da oferta ser resolvido, a indústria alemã poderá voltar a funcionar em pleno rendimento, sobretudo se for tido em conta que, por enquanto, a procura goza de excelente saúde. As encomendas industriais na Alemanha superam em mais de 30% a capacidade atual da sua produção, o maior desajustamento alguma vez registado.

Em compensação, tudo indica que o crescimento na Zona Euro abrandará sensivelmente no 4T por culpa dos estrangulamentos, se bem que, por enquanto, confiamos que sejam alcançadas taxas em cadeia superiores à sua média de longo prazo. Em qualquer caso, a incerteza é ainda muito elevada e os riscos são negativos. De facto, a rápida expansão do vírus na Europa obrigou à adoção de medidas drásticas: a Áustria confinou todo o país pelo menos durante 20 dias e a Alemanha poderá aplicar uma lei que proíba os não vacinados de não realizarem certas atividades. Se estas medidas foram generalizadas, o crescimento na Zona Euro ver-se-á bastante afetado nos próximos meses, o que poderá ter consequências no roteiro atual do BCE.

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	14,7	13,4	14,9
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	5,6	5,6	4,6	5,1
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	1.555	1.573	1.530	1.520,0
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	4,6
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	57,4	57,6	58,0	58,5	58,5	58,7	58,8
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,2	-3,6	-3,7	-3,7	-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	6,2
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,6	1,4	3,7	4,1	4,0	4,0	4,6

## 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	1,3	-	-	-
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	-3,2
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	2,7
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,7	0,4	0,6	0,4	0,2
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,2	-0,4	0,2	0,1
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	-0,4	0,0	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7

## 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	4,9
Produção industrial	5,8	3,4	7,1	24,6	9,0	4,9	5,3	3,1	3,5
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	602	634	661,0
Exportações	0,5	3,6	16,6	48,9	30,7	24,4	25,6	28,1	27,1
Importações	-2,7	-0,6	5,7	29,3	43,8	25,9	33,1	17,6	20,6
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	0,1	0,0	1,1	0,8	0,8	0,7	1,5
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	12,6	2,4	1,5	2,5	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	-1,3	-8,6	-1,5	3,6	23,6	5,9	4,9	5,2	...
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	58,6	...
PMI serviços	52,7	42,5	45,0	46,9	54,7	58,4	59,0	59,0	...
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,3	-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	7,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,2	3,9	4,1	3,9	3,6	...	3,4	3,4	...
França (% pop. ativa)	8,4	8,0	8,0	8,0	8,2	...	8,0	7,7	...
Itália (% pop. ativa)	10,0	9,3	9,9	10,1	9,8	...	9,3	9,2	...
<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	10,0	...	-	-	-
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	-0,6	17,1	...	-	-	-

## 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	4,1
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,2	1,2	0,9	1,4	1,6	1,9	2,1

## 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>	2,4	2,1	2,1	2,8	3,0	3,1	3,0	2,9	...
Alemanha	7,4	7,0	7,0	7,1	7,6	7,5	7,2	7,1	...
França	-0,3	-1,9	-1,9	-1,8	-1,6	-1,3	-0,8	-0,8	...
Itália	3,2	3,8	3,8	3,8	4,4	4,3	4,0	3,8	...
<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	1,8	1,5	2,1	2,5
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,4	3,2	3,1	3,1	3,9	4,1	4,2	4,1	4,1
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,3	1,2	1,3	...
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	1,3	1,3	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	8,0	12,9	15,2	16,1	12,4	11,4	11,4	11,5	11,1
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	1,4	1,0	-0,6	-2,0	-1,5	-2,5	-1,6
Instrumentos negociáveis	-1,9	8,1	15,5	13,8	12,2	9,6	12,1	6,8	11,1
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

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

## Portugal: dois anos de crescimento ao sabor da pandemia

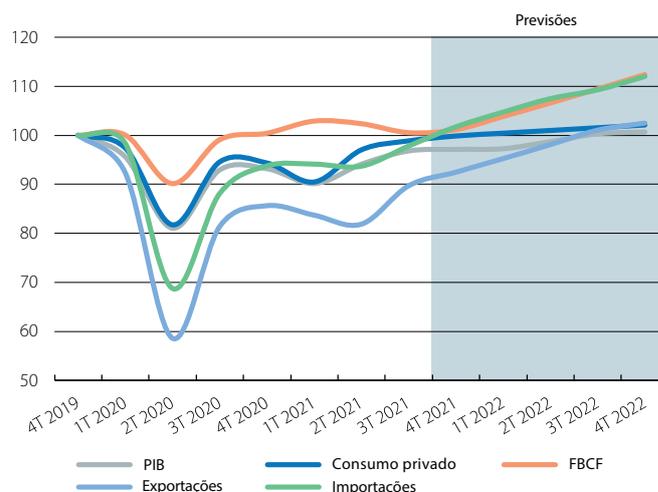
**Recuperação do PIB pré-covid em meados de 2022.** As sucessivas vagas da pandemia e os confinamentos, continuaram a marcar o ano que agora termina, saldando-se num crescimento significativo, que estimamos em 4,3%. No 3T a economia cresceu mais do que o esperado, impulsionada pelo consumo privado e exportações. Entretanto, a informação disponível para o 4T sugere moderação da atividade depois de dois trimestres de crescimento pujante. Os dados relativos ao tráfego aéreo, à despesa realizada com cartões de pagamento eletrónico e ao consumo de eletricidade revelam-se fortes comparativamente aos mesmos períodos de 2019 e 2020, mas os indicadores de sentimento deterioraram-se em vários setores em novembro. O retrocesso na confiança refletirá em parte uma avaliação mais cautelosa resultante da crise energética e estrangulamentos na oferta. A evolução recente da pandemia e o surgimento de uma nova variante mais agressiva, poderá pesar na confiança até final do ano e início de 2022, apesar da baixa pressão hospitalar (internados em UCI por Covid são cerca de 20% dos que se registavam há um ano atrás). Os constrangimentos enumerados continuarão a condicionar o início de 2022. Ainda assim, o ano será de crescimento significativo – projetamos 4,9% – marcado pelo regresso aos níveis pré-pandemia. Como referimos no dossier, a recuperação do turismo, a receção dos fundos europeus e a poupança acumulada serão os propulsores do crescimento e suplantarão os fatores desfavoráveis (crise energética e estrangulamentos). O cenário mantém-se sujeito a alguma incerteza, acrescida pelos receios recentes relacionados com a pandemia. Mas, tudo somado, consideramos os riscos equilibrados.

**O mercado de trabalho resistiu à pandemia melhor do que o esperado.** De facto, o emprego não só excedeu os níveis pré-COVID, como se mantém em máximos da série histórica, iniciada em 1995. Apesar destes números muito positivos, a recuperação é desigual por setores, destacando-se o emprego abaixo do pré-pandemia no caso do alojamento, restauração e construção. Este comportamento não se deve apenas à ainda débil recuperação pós-pandemia, como acontece no alojamento & restauração, mas também à falta de mão-de-obra que os afeta. De facto, as vagas de emprego não preenchidas atingiram valores máximos desde 2017, o que pode refletir não só a reconversão profissional, como também a redução do número de imigrantes, que, muitas vezes, são empregados nestes setores mais intensivos em mão-de-obra. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego caiu para níveis próximos dos 6%, atingindo mínimos desde 2002 e superando de forma muito positiva as nossas expectativas. Assim, revimos em baixa as nossas previsões para a taxa de desemprego para 2021 (6,6%) e 2022 (6,5%), antecipando recuperação dos níveis de produtividade em 2022.

**Avanço consistente no mercado imobiliário.** Os dados disponíveis para o 3T evidenciam avanço inequívoco do mercado, situando a previsão do BPI Research para a variação média dos preços da habitação em 2021 acima dos 6%. Acreditamos que

### Portugal: detalhe do PIB por componente

Índice (100 = 4T 2019)



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

### Portugal: evolução da população empregada \*

(Mil indivíduos)

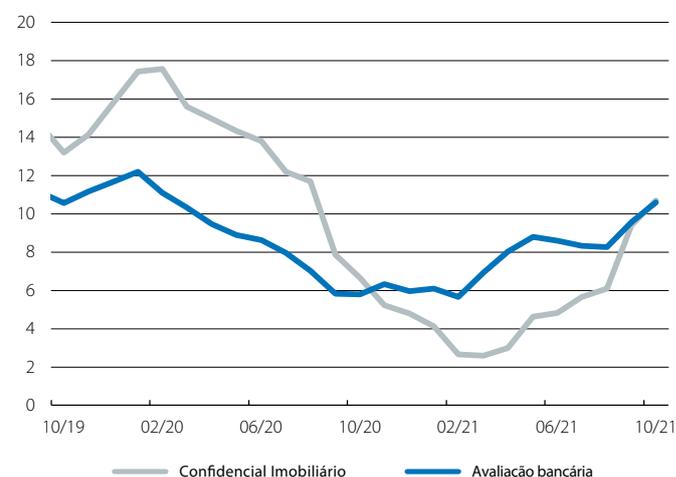


Nota: \* Ajustado de sazonalidade.

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

### Portugal: preços das casas

Variação homóloga (%)



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

este impulso de final de ano poderá estar relacionado com alteração ao programa dos vistos gold, pois em 2022 vai deixar de estar abrangida a compra de imóveis com destino a habitação em Lisboa e Porto. O ambiente de baixas taxas de juro e o facto de a pandemia ter impactado o mercado de trabalho em segmentos menos ativos na compra de imóveis (salários mais baixos e trabalhadores mais jovens), suportaram também o comportamento do mercado em 2021.

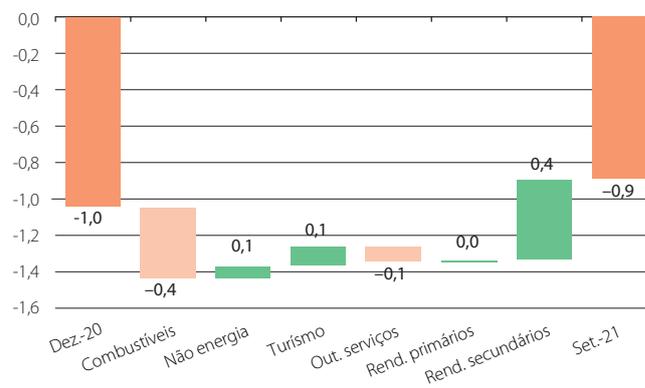
**Nos 12 meses terminados em setembro, o défice da balança corrente foi de 1.905 milhões de euros, equivalente a 0,9% do PIB,** menos uma décima face a 2020. Um importante fator para esta evolução foi o aumento das transferências de fundos europeus, com impacto de +0,4 pontos percentuais na balança de rendimentos secundários, compensando a deterioração de 0,3 p. p. na balança de bens e serviços. A evolução desta última foi conduzida por um lado, pelo agravamento da balança de bens energéticos (em 4 décimas para 2% do PIB), refletindo o aumento do preço do petróleo e uma ligeira melhoria do saldo da balança turística, resultado do avanço da atividade turística nos meses de verão.

**A indefinição política não deverá impactar de forma substancial as contas públicas.** As medidas de suporte à economia no âmbito da pandemia superaram os 5.100 milhões de euros até outubro. Neste contexto, é relevante destacar o crescimento da despesa corrente primária, ou seja, excluindo juros e investimento, que em outubro, terá atingido os 37,8% do PIB, aproximando-se dos níveis observados na crise das dívidas soberanas (41,9% em 2013). Ainda assim, não antecipamos grandes pressões nas contas públicas no próximo ano, mesmo num contexto de eleições antecipadas e governação em duodécimos em, provavelmente, metade do ano. Ainda que a despesa esteja limitada ao previsto no OGE 2021 (o que implica menos 5.800 milhões de euros face à Proposta de OGE 2022), existe algum espaço para executar despesa necessária num cenário adverso de novas variantes de COVID-19, por exemplo.

**Pandemia com impacto limitado no setor bancário.** A implementação de moratórias de crédito, permitiu adiar o pagamento de capital e juros e aumentar a liquidez de famílias e empresas nos períodos mais críticos da pandemia. Os empréstimos em moratória atingiram, em setembro 2020, 17,1% e 34,1% dos empréstimos de particulares e empresas, respetivamente, reduzindo para 0,3% e 3,6% em outubro, já depois do fim das moratórias (nas adesões feitas até setembro 2020). Neste contexto, a carteira de crédito do setor privado não financeiro aumentou consideravelmente (+4,2% homólogo em outubro). Apesar do fim das moratórias, não é visível nem se espera uma deterioração substancial dos rácios de incumprimento nos próximos meses, tendo em conta a recuperação económica e o controlo esperado da pandemia nos próximos meses. De facto, os rácios de crédito vencido continuam a atingir níveis mínimos e os créditos em *stage 3*, ou seja, com sinais de imparidade, representavam em setembro entre 7% a 13% dos empréstimos sob moratória nalguns bancos.

### Fatores explicativos da evolução do défice da balança corrente

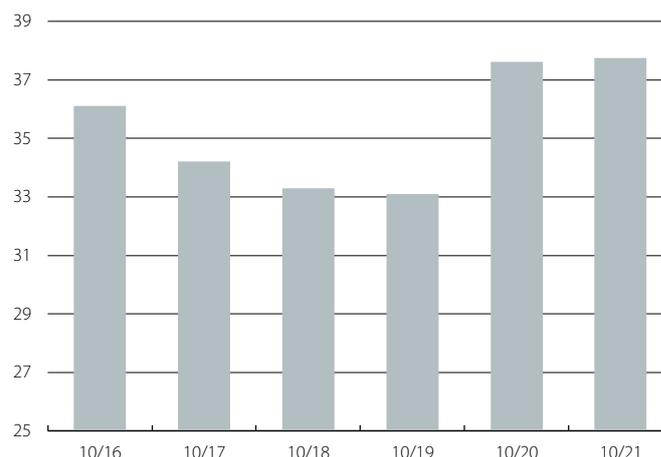
p. p. do PIB



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

### Portugal: despesa corrente primária \*

(% do PIB)

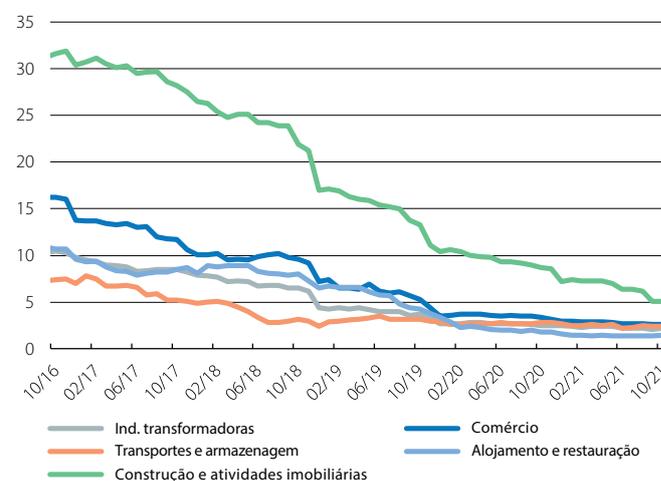


Nota: \* Contabilidade Pública.

Fonte: BPI Research, com base em dados da DGO.

### Portugal: rácios de crédito vencido

(%)



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

## Inflação em Portugal: preços movidos a eletricidade?

Com baixas taxas de inflação, e uma política monetária do BCE com programas substantivos de compras de ativos<sup>1</sup>, o tema da inflação alta parecia adormecido. Nos últimos meses, inflações homólogas na zona euro persistentemente acima dos 2% e atingindo em outubro 4,1%, máximo da série e apenas igualada em julho de 2008, fizeram o tema saltar novamente para o topo das atenções. Iniciou-se o debate sobre quando deverá o BCE reduzir o grau acomodatório da sua política, relembrando que o objetivo último do BCE é a estabilidade de preços.

### Mas que componentes têm puxado para cima a inflação?

Claramente, a componente energética destaca-se como grande alavanca. Olhando para o caso português, nos últimos meses de 2021 para os quais se dispõe de dados, a componente energética explica mais de 50% das variações homólogas da inflação. A mesma tendência encontramos na zona euro, com a evolução dos preços da energia a serem responsáveis por 2,1% dos 4,1% da variação homóloga do IPCH geral de outubro. A ideia sai reforçada quando olhamos de forma isolada para os números do IPCH da energia: em setembro, para Portugal, a variação homóloga deste índice foi de 10,9% e uns extraordinários 17,6% na zona euro (que se agravaram em outubro para 23,5%).

A escalada dos preços da energia tem o seu expoente máximo na eletricidade. No MIBEL<sup>2</sup>, a média do preço médio mensal entre julho e setembro foi de 122,8 EUR/MWh contra 39,6 EUR/MWh em todo o ano de 2020. Esta tendência de subida acentuada continuou em outubro, com um pico de 288,3 EUR/MWh a registar-se no dia 7. Existem várias razões subjacentes a este aumento de preço entre as quais destacamos o aumento do preço dos *inputs* - direitos de emissão de CO<sub>2</sub> e preço do gás natural (combustível usados nas centrais de ciclo combinado). Cada MWh de eletricidade necessita entre 1,7 e 2 MWh de gás natural e emite 0,4 toneladas de CO<sub>2</sub>.

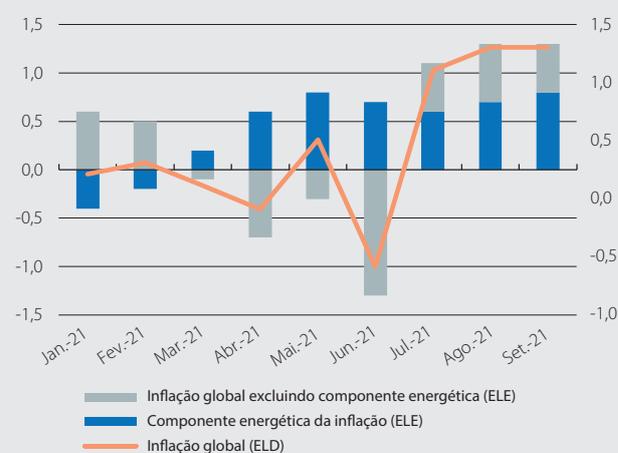
O aumento do preço do gás na Europa é influenciado pela forte retoma económica pós-Covid e a perspetiva da chegada dos meses de Inverno com baixas reservas de gás natural comparativamente a anos anteriores. Também pela incerteza sobre a quantidade de matéria-prima disponível no mercado fornecida pela Rússia. Adicionalmente, a falta de vento em muitas geografias não permitiu à energia eólica responder ao aumento da procura de eletricidade – as eólicas produzem ao ritmo da natureza e não necessariamente dos consumos – intensificando a procura de gás como fonte alternativa. Por último, mas não menos importante, a forma como os preços se formam nos

1. Asset Purchase Programme (APP) e Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).

2. Mercado grossista Ibérico da eletricidade.

### Decomposição do IHPC

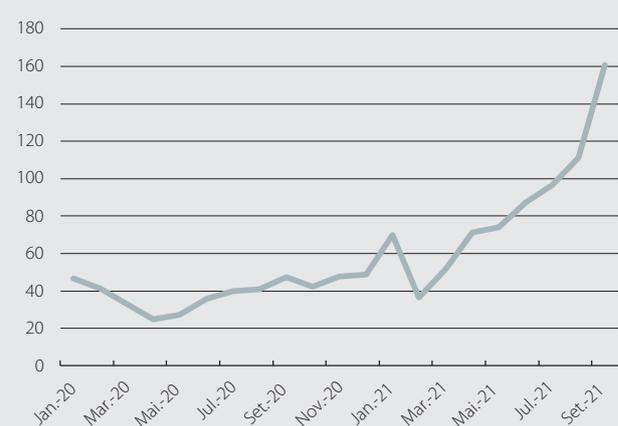
(Var. homóloga em %)



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

### Preço médio mensal no MIBEL

(Eur/MWh)



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMIE.

mercados grossistas de eletricidade – o preço de fecho do mercado é o preço da central marginal, ou seja, o equivalente ao cobrado pela última central necessária para responder à procura (normalmente uma central a gás) e por isso, necessariamente, mais alto.

Apesar destas razões para a escalada dos preços energéticos que se aplicam à zona euro como um todo, verificamos que em Portugal o reflexo na inflação global é mais moderado, sobretudo porque o aumento de preços da eletricidade no consumidor foi muito mais contido. Em setembro, o IHPC da eletricidade incrementou 2,3% em Portugal, contra 10,9% na zona euro.

### Qual a explicação para este «milagre elétrico» português?

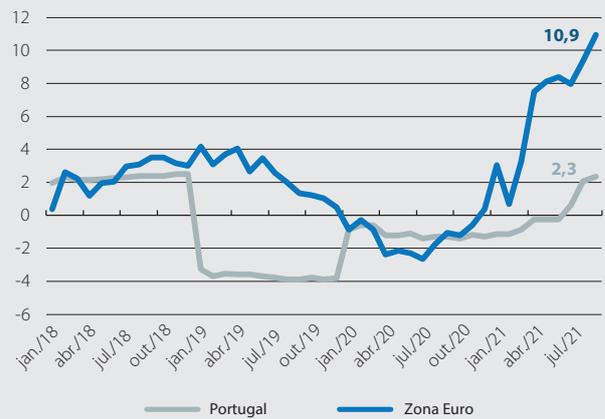
Sobretudo dois motivos: a forma como funciona o mercado regulado e o sobrecusto pago aos produtores de energias renováveis na fatura energética. Em Portugal, existe

um preço regulado pelo Estado definido pela ERSE<sup>3</sup> anualmente podendo ser revisto a meio do ano se os preços registados no MIBEL estiverem desfasados das previsões do regulador para esse ano. Apesar da esmagadora maioria dos consumidores portugueses estarem no mercado liberalizado, o facto do trânsito para o mercado regulado poder ser feito sem constrangimentos juntamente com a manutenção das tarifas do mercado regulado (BTN)<sup>4</sup> em vigor até 2025 e muito estáveis ao longo do ano, retira volatilidade e coloca balizas ao preço do mercado liberalizado. Por outro lado, cerca de 40% da fatura energética (excluindo impostos) diz respeito aos CIEG<sup>5</sup> e à sua componente de sobrecusto da PRE<sup>6</sup>. Este é um sobrecusto associado à compra da produção das renováveis (que têm tarifas garantidas, normalmente mais altas que os preços de venda do mercado grossista). Os investimentos em renováveis nas últimas décadas foram feitos com a garantia dada aos promotores de que toda a eletricidade produzida, durante um determinado período, lhes era paga a preços acima do mercado (FIT)<sup>7</sup>, que na energia eólica são em torno dos 90 EUR/MWh). Em circunstâncias «normais» o valor praticado no MIBEL é abaixo dos 90 EUR/MWh e os consumidores portugueses pagavam na parcela de energia da fatura o preço do MIBEL e nos CIEG pagavam o diferencial para a FIT. Neste momento passa-se o mecanismo inverso, amortecendo para o consumidor final o aumento que se verifica nos mercados grossistas.

O que esperar para o próximo ano em matéria de preços da eletricidade? Apesar do aumento de 0,2% na tarifa a vigorar para 2022 para os consumidores BTN, a ERSE indica que este será mais do que compensado pelo sobrecusto PRE que se espera que assuma em 2022 um valor favorável aos consumidores na ordem de 1,7 mil milhões de euros<sup>8</sup>. Por outro lado, os contratos futuros do Dutch TTF<sup>9</sup> sinalizavam no início de novembro um preço para abril de 2022 de 45 EUR/MWh (atualmente o preço para Dezembro de 2021 ronda os 78 EUR/MWh). Com o valor actual das licenças de CO<sub>2</sub> isto traduzir-se-ia num preço de eletricidade de 114 EUR/MWh na primavera de 2022, ainda acima do preço médio do MIBEL em 2021 até setembro (84,3 EUR/MWh). A isto acresce as tensas relações entre Argélia e Marrocos, pondo em causa os abastecimentos pelo MGE<sup>10</sup>, principal fonte de gás natural para a Península Ibérica. Como fica claro, tendências contrastantes se vislumbram no horizonte – a componente dos sobrecustos com renováveis evoluirá favoravelmente, mas a pressão do pre-

**IHPC eletricidade**

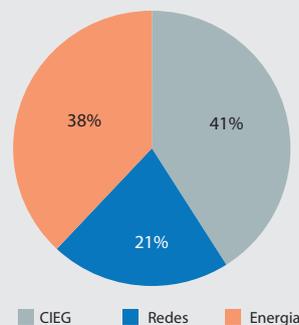
(Var. homóloga em %)



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

**Decomposição da fatura energética**

(%)



Nota: Exemplo para BTN com potência contratada inferior ou igual a 20,70 kVA em 2021, excluindo o peso dos impostos.

Fonte: BPI Research, com base em dados do EDP.

ço da eletricidade no mercado grossista far-se-á sentir à semelhança dos últimos meses deste ano. Na antecâmara do Inverno e com armazenamento de gás na Europa 20% abaixo do nível dos anos anteriores a pressão sobre o preço da energia só deverá atenuar na Primavera (como sinaliza o mercado de futuros), mas o impacto da transição energética poderá manter ativa uma maior volatilidade destes preços por comparação com o histórico.

3. Entidade reguladora dos serviços energéticos.  
 4. Baixa tensão normal, i.e. dos pequenos consumidores de eletricidade.  
 5. Custos de interesse económico geral.  
 6. Produção em regime especial (produção de eletricidade via energia solar, eólica, biomassa, etc.).  
 7. Feed in tariffs.  
 8. Ver ERSE: Proposta de Tarifas e Preços para a Energia Elétrica em 2022.  
 9. Title Transfer Facility, contrato de gás de referência na Europa.  
 10. Maghreb-Europe Gas Pipeline.

## Quais os setores exportadores que mais podem crescer no pós-Covid?

No atual contexto, marcado por ruturas em algumas cadeias de fornecimentos, em que medida Portugal pode tirar partido da situação colocando-se como fornecedor alternativo, contribuindo para o incremento do crescimento via exportações?

Para responder à pergunta, estimámos o índice de vantagens comparativas reveladas (IVCR)<sup>1</sup> tendo por base as estimativas da OCDE para o valor acrescentado doméstico (VAD) exportado<sup>2</sup>, e verificamos que, face ao mercado Europeu, Portugal tem maior especialização relativa em 18 dos 39 setores que fazem parte da base de dados da OCDE (22 face ao mundo).

Num cenário de disrupções nas cadeias de fornecimento mundiais, estes setores apresentam-se melhor posicionados para beneficiar de um eventual aumento da procura por parte dos parceiros comerciais, funcionando como substitutos de fornecedores habituais antes da pandemia e que se viram forçados a interromper – temporária ou definitivamente – a produção. Esta possibilidade ganha importância no espaço europeu, onde a procura de fornecedores alternativos pode ser mais imediata, tendo em conta que a retoma da atividade das empresas nestes países pode ser mais rápida do que noutras regiões do mundo, na medida em que estes se destacaram na implementação de medidas de suporte à economia durante a pandemia, reduzindo o número de encerramentos definitivos de unidades de produção<sup>3</sup>.

O facto do mercado europeu ser destino de 78% das exportações de bens nacionais, sugere que Portugal estará numa posição privilegiada para substituir fornecedores não europeus, na medida em que é já um parceiro conhe-

1. Resumidamente, o IVCR compara a quota de mercado do setor exportador num determinado país com a quota de mercado dessa indústria no mercado de referência. Quando é superior a um significa maior grau de especialização relativa desse setor no país em análise. O último ano disponível na base de dados *Trade in Value Added (TIVA): Origin of value added in gross exports* da OCDE é 2015.

2. O valor acrescentado doméstico exportado permite identificar a parte do valor acrescentado que o setor exporta, independentemente de ter sido o próprio setor a exportar diretamente ou indiretamente através de *inputs* de outros setores ao setor exportador. <https://www.gee.gov.pt/>.

3. Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic.

4. A balança corrente portuguesa melhorou significativamente nos últimos dez anos, passando de uma situação deficitária média anual de -8,7% entre 1996 e 2011 (com pico de -11,8% em 2008), para um superavit positivo anual de 0,3% entre 2012 e 2020. Neste último período, depois do máximo registado em 2017, temos vindo a assistir ao encolhimento da posição excedentária, resultado da deterioração do défice da balança de bens, que desde 2018 supera os 7% do PIB.

5. Segundo o INE, cada euro de acréscimo das exportações traduz-se no aumento de 56 centimos do PIB (54,5 centimos no VAB e 1,5 centimos nos impostos líquidos de subsídios).

### Portugal: índice de vantagens comparativas reveladas face à Europa (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da OCDE.

cido, o que a acontecer contribuirá para o incremento da riqueza nacional e possivelmente para a consolidação de uma situação equilibrada ou até positiva do saldo externo<sup>4</sup>.

Neste contexto que constitui uma oportunidade para o incremento das empresas exportadoras com vantagens comparativas no mercado europeu, salienta-se o facto dos setores que, por apresentarem maior especialização face ao mercado europeu, estão melhor posicionados para colmar falhas de fornecimentos na Europa, 70% do VAD exportado e 60% do VAB total da economia. Tendo presente que cada euro de acréscimo das exportações traduz-se no aumento de 56 centimos do PIB<sup>5</sup>, eventuais aumentos na procura externa dirigida a estes setores terão um impacto significativo na economia como um todo.

Entre estes destacam-se os setores com IVCR superior a 2, ou seja, com maior grau de especialização face aos congéneres europeus, e que por isso podem aproveitar melhor possíveis aumentos de procura por parte de parceiros comerciais não residentes. Estes representam 33% do VAD exportado e 27% do VAB da economia. Neste conjunto de setores destacam-se uma série de indústrias tradicionais portuguesas, como é o caso dos têxteis, da madeira, do papel, da borracha, mas também empresas de serviços, como por exemplo imobiliárias, restauração e hotelaria.

Os 10 setores com IVCR acima de 2 registam uma taxa de crescimento média anual inferior à do VAD exportado total (3,6% entre 2005 e 2015 *versus* 3,9%), apresentando, no entanto, evoluções diversas tratando-se de setores produ-

tores de bens ou de serviços. Assim enquanto os produtores de bens com IVCR elevado apresentam crescimento médio anual de 2,8% – com exceção dos produtores de borracha e plástico que crescem 6,7% anualmente – a comercialização de produtos na área dos serviços apresenta um crescimento médio anual de 5,4%, variando entre um aumento de 8,1% anual na comercialização de serviços imobiliários e 5,6% e 2,3%, respetivamente, na exportação de valor acrescentado doméstico pelas áreas da saúde humana e da cultura e entretenimento, sinalizando um movimento de maior comercialização de produtos na área dos serviços.

Em resumo, Portugal possui um conjunto de setores que podem vir a beneficiar de incrementos na procura externa, destacando-se setores tradicionais na produção de bens como sejam os têxteis, vestuário e calçado, madeira e papel e borracha e plásticos, mas pode também aproveitar a ocasião para incrementar a produção e comercialização de bens e serviços que têm vindo a crescer a ritmos elevados, uns já com elevado peso no VAD exportado, como é o caso do setor dos transportes e armazenamento, outros ainda com pouca representatividade no VAD exportado, como é o caso dos serviços de saúde humana. A evolução da envolvente económica e financeira interna e externa será um fator importante para que estes setores possam avaliar a realização de investimentos que lhes permita expandir a produção e aumentar a penetração em mercados não residentes, mas implicará também que as empresas destes setores se apercebam que a atual conjuntura pode constituir uma importante oportunidade de crescimento.

### Portugal: crescimento médio anual do valor acrescentado doméstico exportado entre 2005-2015 (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da OCDE.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
Índice coincidente para a atividade	0,9	-5,4	-5,0	-2,5	1,7	3,8	3,9	3,8	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-2,2	-6,9	-2,1	-0,8	25,0	-4,8	-5,6	-6,7	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-14,7	-13,6	-5,0	-1,5	-3,3	-3,4	-2,7
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	15,4	0,7	12,8	45,1	-28,0	-5,0	12,0	...	...
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	9,6	10,6	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-76,2	-76,2	-86,7	-74,2	-38,7	-38,7	-9,9	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-19,5	-19,1	-9,9	5,5	7,2	9,8	11,8
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-1,9	-7,5	16,0	2,8	2,6	3,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,2	-6,1	-5,4	-1,0	4,3	6,7	6,8	6,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,2	-24,4	-17,3	-13,6	-12,9	-10,9	-13,3
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	1,2	-1,9	-1,2	-1,3	4,5	4,7	4,1	2,9	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	7,0	7,3	7,1	6,7	6,1	6,4	6,4	...
<b>PIB</b>	2,7	-8,4	-6,8	-5,7	16,1	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	09/21	10/21	11/21
Inflação global	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,8	1,5	1,5	1,8	2,6
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	0,5	0,2	0,9	0,9	1,1	1,8

**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	09/21	10/21	11/21
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,3	-10,3	-8,0	9,5	13,5	13,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-14,8	-14,8	-15,7	1,7	10,1	10,1	...	...
<b>Saldo corrente</b>	0,9	-2,2	-2,2	-2,1	-1,5	-1,9	-1,9	...	...
Bens e serviços	1,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,8	-4,2	-4,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,3	1,3	1,4	2,3	2,3	2,3	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	2,8	0,0	0,0	0,1	0,5	1,2	1,2	...	...

**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	09/21	10/21	11/21
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	10,1	10,6	8,7	8,7	8,7	8,5	...
À vista e poupança	14,8	18,8	18,8	18,5	15,3	15,5	15,5	15,1	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	1,4	2,4	1,3	1,0	1,0	1,0	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-21,0	-21,0	-23,6	-15,0	-5,2	-5,2	-5,3	...
<b>TOTAL</b>	5,2	9,0	9,0	9,4	7,8	8,2	8,2	8,1	...
<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	5,8	5,6	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	2,1	2,6	1,0	1,6	1,6	1,7	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	-1,2	-1,0	9,4	9,4	9,4	9,8	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,2	-4,2	-5,1	4,5	4,1	4,1	4,8	...
<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.

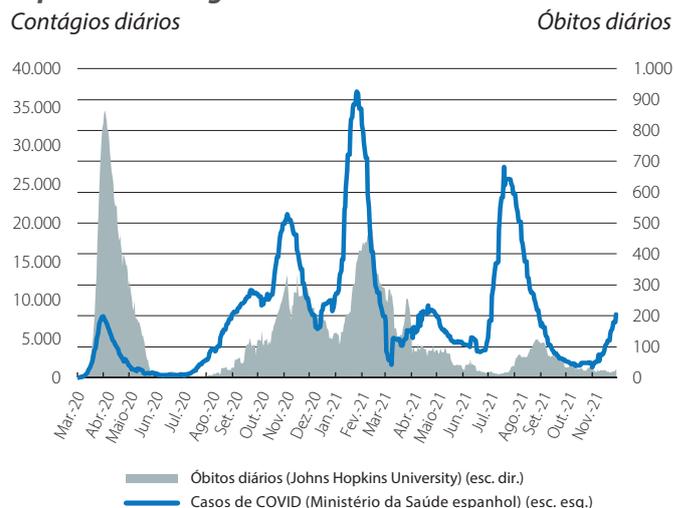
## A economia espanhola contorna as nuvens negras na parte final do ano

**Apesar da nova variante ómicron, a pandemia em Espanha mantém-se sob controlo.** O surgimento da nova variante criou um aumento da incerteza e das restrições a nível global e da volatilidade nos mercados financeiros. Além disso, a isto soma-se um aumento dos contágios na Europa. Apesar destas notícias adversas, a situação epidemiológica em Espanha mantém-se sob controlo e melhor do que em outras economias europeias com taxas inferiores de vacinação, onde a incidência acumulada está a aumentar de forma mais acentuada (como na Alemanha ou na Áustria). Contudo, os indicadores de contágios e de pressão nos hospitais espanhóis sobem levemente, embora se mantenham em níveis moderados. Assim, a incidência acumulada no final de novembro situava-se já em cerca de 200 contágios por 100.000 habitantes (nível de risco médio). Por sua vez, a mortalidade continua em níveis muito baixos graças ao grande sucesso da campanha de vacinação. Embora possamos falar de uma «sexta vaga», a elevada percentagem de vacinados implica que esta vaga seja menos virulenta que as anteriores. É certo que nalgumas comunidades autónomas poderão ser impostas algumas restrições, cirúrgicas e seletivas com vista a assegurar o Natal, mas Espanha não voltará às restrições generalizadas de mobilidade vividas durante o estado de emergência. Além disso, começou já a ser administrada a dose de reforço nos grupos de maior risco. No plano económico, a atual situação epidemiológica global poderá ter algum impacto na nossa economia, através do mencionado aumento da incerteza ou de perturbações nos fluxos comerciais globais e nos fluxos turísticos.

**A recuperação continua e será consolidada em 2022.** Prevemos que, após os dados encorajadores do PIB do 3T (com um significativo avanço em cadeia de 2,0%, embora menor que o previsto), a economia continue a crescer a um bom ritmo nos próximos trimestres. Não obstante, o facto de os dados do 3T serem menores que o esperado bem como os fatores que estão a afetar atualmente a economia – aumento da inflação pela componente energética e as disrupções nas cadeias de fornecimentos – levam-nos a uma revisão em baixa do crescimento do PIB para 4,4% em 2021. Em 2022 prevemos que no 1T a economia esteja ainda afetada pela tempestade energética e pelos estrangulamentos, mas que a partir do 2T a situação melhore a par com a recuperação do turismo e do impulso do NGEU. Esperamos um crescimento de 5,9%, de forma que o PIB recupere o seu nível anterior à pandemia no final de 2022.

**Os indicadores económicos continuam a mostrar boa saúde.** Especificamente, destaque para os dados positivos do mercado de trabalho: o emprego efetivo – sem ERTE-Layoff – recuperou já os níveis anteriores à pandemia. A recuperação do mercado de trabalho está a surpreender por uma maior robustez que a recuperação do PIB. Assim, verificamos que enquanto o emprego no 3T se aproximava do nível anterior à COVID, o PIB ainda se encontrava 6,6% abaixo (-0,5% na Zona Euro). Esta divergência originou uma queda da produtividade que deverá ser corrigida em 2022. Por seu turno, a produção industrial continua bastante estagnada, prejudicada pela crise de fornecimentos que está a afetar especialmente os bens duradouros. Soma-se a isto a pressão que algumas

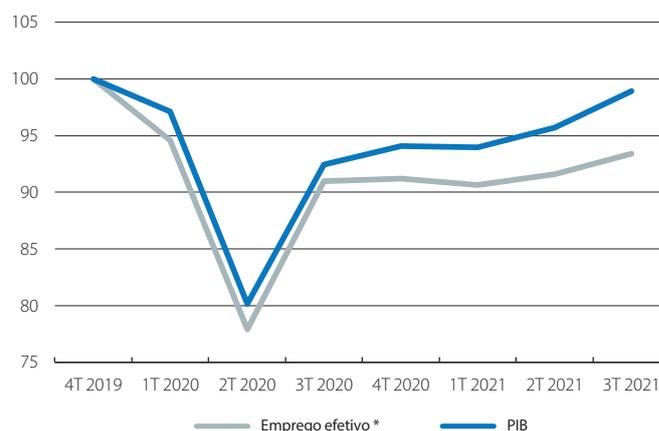
### Espanha: contágios e óbitos diários



**Notas:** Médias de sete 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 e emprego

Nível (100 = 4T 2019)

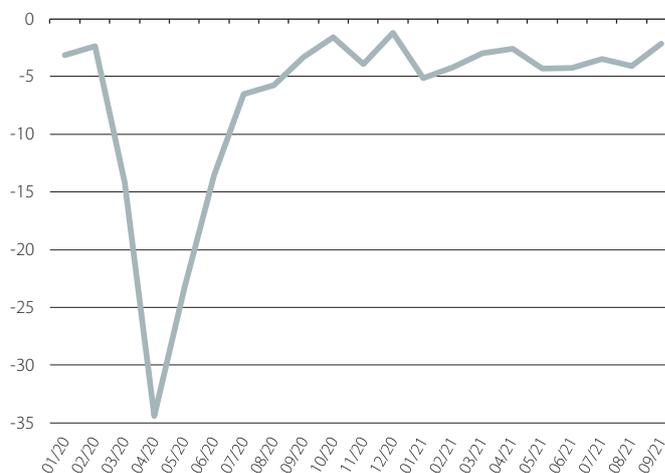


**Nota:** \* «Emprego efetivo» equivale aos inscritos na Segurança Social que não estão em ERTE-Layoff em termos ajustados de sazonalidade.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do INE e do Ministério da Segurança Social espanhóis.

### Espanha: produção industrial

Varição relativamente ao mesmo mês de 2019 (%)



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

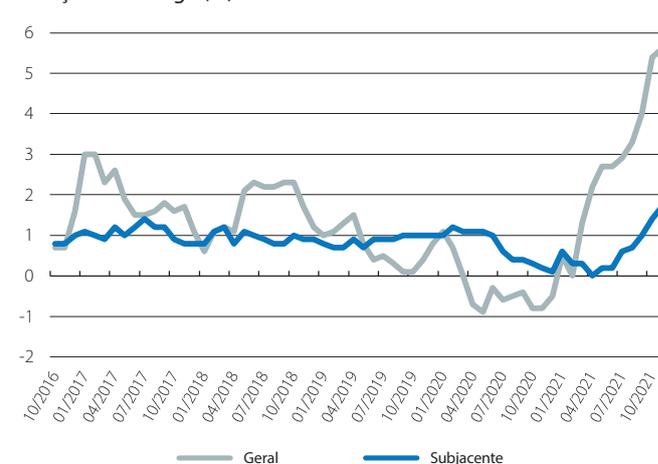
indústrias estão a sofrer, pelo aumento dos custos da energia que em muitos casos dificilmente poderão ser transferidos para os consumidores. Os PMI mantêm-se em zona de expansão, embora no contexto atual de problemas de fornecimentos e da menor existência de alguns produtos estes dados tenham que ser interpretados com prudência. Finalmente, o setor turístico continua a dar sinais positivos, tendo os turistas espanhóis já superado em outubro os níveis anteriores à COVID em 8,4%, ao contrário dos estrangeiros (-33,5%), se bem que com uma tendência acentuada de recuperação (-47% em setembro). Esperemos que o aumento de contágios na Europa e a nova variante ómicron não interrompam esta dinâmica tão positiva.

**A inflação continua a subir e revemos o ano de 2022 em alta.** Em novembro, a inflação geral subiu para 5,6% (5,4% em outubro), o seu nível mais alto desde setembro de 1992. Por seu lado, a inflação subjacente continuou a subir, tendo alcançado os 1,7% (1,4% em outubro). Os elevados preços da eletricidade (quase que quintuplicaram em comparação com novembro de 2020) continuam a ser o principal causador da inflação, se bem que tenham descido ligeiramente no último mês (-3,3% relativamente a outubro). É de realçar que em novembro foi já observada uma subida nos preços dos alimentos (setor intensivo no consumo energético), e que para os próximos meses o aumento do preço da energia poderá afetar também serviços e bens industriais. Para 2022, prevemos que a inflação se mantenha em níveis acima dos 4% até ao 2T 2022 a partir do qual se irá estabilizando acentuadamente, em comparação com a subida no período final de 2021. Assim, prevemos que a média anual em 2022 se situe em cerca dos 3%. A inflação subjacente continuará a aumentar até meados de 2022 e prevemos que ela se situe cerca dos 2% na média de 2022.

**As finanças públicas encaminham-se para uma redução do défice.** O défice público será ainda muito considerável em 2021, embora o desempenho positivo da cobrança de impostos – as receitas fiscais situam-se no acumulado do ano claramente acima das previsões, tendo crescido 13,9% homólogo até ao 3T e 4,4% relativamente a 2019 – permita que possa descer para menos de 8,0% do PIB (10,1% em 2020 sem incluir o Sareb). Já em 2022, o défice descerá para níveis ligeiramente acima dos 5,0% graças à melhoria cíclica da economia. Apesar desta melhoria, a dívida pública continuará em números elevados em 2022, claramente acima dos 115% do PIB, sendo necessário continuar a avançar a médio prazo para reduzir o défice e sanear as contas públicas. As previsões da Comissão Europeia não diferem muito deste cenário e mostram também que o défice estrutural permanecerá em níveis elevados. Contudo, a Comissão deu luz verde ao Plano Orçamental para 2022 apresentado pelo Governo espanhol, num contexto marcado pela suspensão das regras fiscais.

**O mercado imobiliário espanhol mostra pujança.** O preço da avaliação da habitação não subsidiada avançou uns significativos 0,8% em cadeia no 3T 2021 (2,6% homólogo), superando assim o nível anterior à crise (+0,5% relativamente ao 4T 2019). Cabe ressaltar o grande dinamismo da compra e venda de habitações deve-se em boa parte ao efeito da procura retida, criada durante a pandemia. Por outro lado, a oferta contribui para a recuperação, embora a um ritmo menor, existindo muita margem de expansão em 2022. Convém destacar também que o desempenho positivo do mercado se baseia em fundamentos sólidos (sem excesso de oferta ou de endividamento).

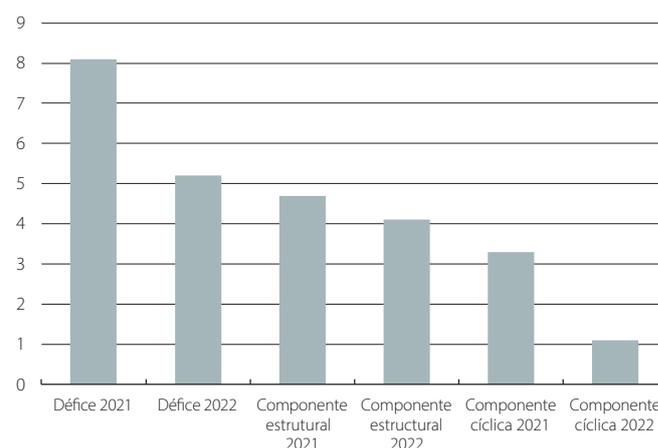
### Espanha: IPC Variação homóloga (%)



Nota: O último dado refere-se ao indicador antecipado.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

### Espanha: previsões do défice público da Comissão Europeia

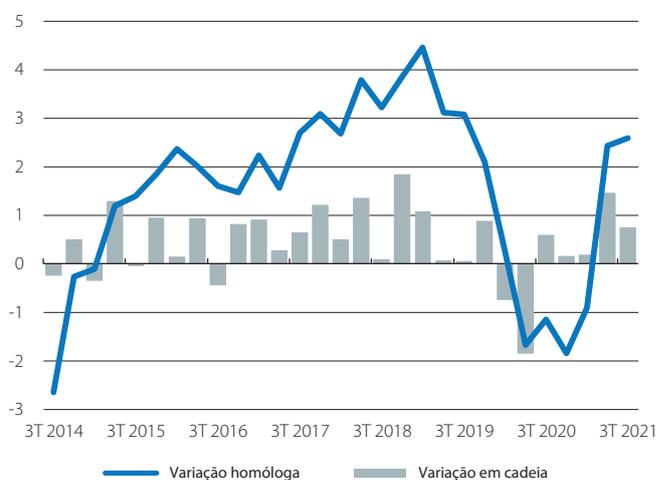
(% do PIB)



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

### Espanha: preço da habitação

Variação (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério espanhol dos Transportes e Mobilidade e da Agenda Urbana.

## O impacto do aumento do preço da eletricidade na economia espanhola

O preço da eletricidade, um dado que habitualmente pouco conseguiria captar a atenção do leitor, esteve muito presente nos destaques da imprensa, alinhado com as discussões à volta da mesa desde meados deste ano. Esta alteração não é insignificante: o preço da eletricidade disparou a partir de julho e em outubro já quase quadruplicava a média de 2018-2019. A que se deve este aumento e qual será o impacto económico?

### O que existe por detrás do aumento dos preços da eletricidade?

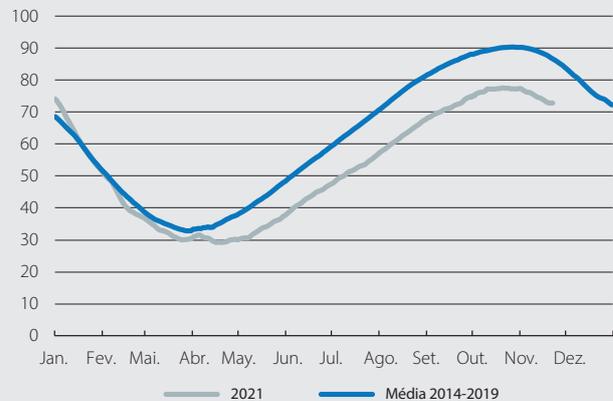
Os motivos por detrás do aumento do preço da eletricidade são diversos e não necessariamente relacionados entre si, tendo-se unido no tempo para formarem uma mistura explosiva. O fator determinante foi o aumento do preço do gás natural. Convém lembrar que o gás natural, além da sua utilização para aquecer as nossas casas, é também utilizado para produzir eletricidade. Pois bem: o aumento do preço do gás natural deveu-se em grande medida ao facto das reservas no continente europeu para enfrentar este inverno serem relativamente baixas (ver o primeiro gráfico).

São diversos os motivos pelos quais estas reservas são baixas. Em primeiro lugar, destaque para os problemas de cariz geopolítico com os países fornecedores de gás: a Rússia, por um lado, e a Argélia e Marrocos, por outro. Em segundo lugar, as perturbações pelo lado da oferta também contribuíram para este aumento, como as verificadas no Texas no início do ano ou as relacionadas com o encerramento gradual da fábrica de extração de Groningen, nos Países Baixos. Em terceiro lugar, a transição que a economia chinesa está a levar a cabo, a partir de uma economia baseada no carvão para uma economia mais baseada no gás natural, uma fonte de energia menos poluente, implicou o aparecimento de um enorme concorrente na procura de gás natural liquefeito. Isto teve repercussões para a Europa dado que as importações de gás natural liquefeito constituíam um mecanismo para acomodar picos de procura, tendo havido nesta ocasião muito mais concorrência. Finalmente, foi também adicionado a estes fatores o aumento, gradual mas constante, das emissões de carbono, fruto das maiores restrições em termos das políticas de descarbonização a nível europeu.

Todos estes elementos contribuíram para uma forte subida do preço da eletricidade, sendo que tudo indica que esta subida se manterá durante o inverno. No entanto, assim que as temperaturas começarem a subir durante a primavera, a procura de gás natural diminuirá e a pressão sobre o preço da eletricidade deverá também descer. Esta moderação provavelmente não nos conduzirá a preços da

### Europa: reservas de gás

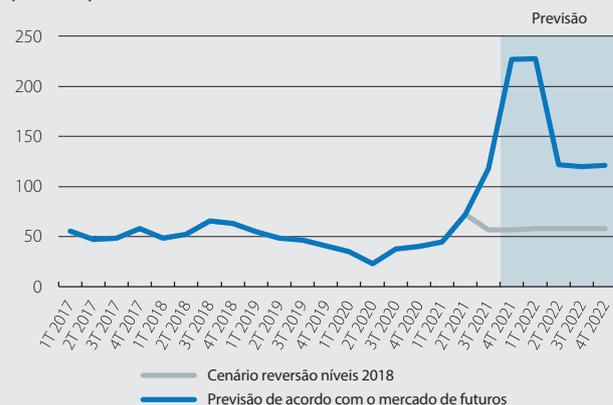
(% sobre a capacidade)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Gas Infrastructure Europe.

### Espanha: preço da eletricidade

(€/MWh)



Nota: Média trimestral dos dados diários.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OMIE e da OMIP.

eletricidade semelhantes aos de 2018 ou de 2019. Acreditamos que os preços se estabilizarão em níveis um pouco mais elevados, visto existirem elementos estruturais que manterão o preço do gás natural acima dos níveis anteriores à crise, como é a maior procura por parte da China ou o aumento do preço das emissões.

### Qual será o impacto económico do aumento do preço da eletricidade?

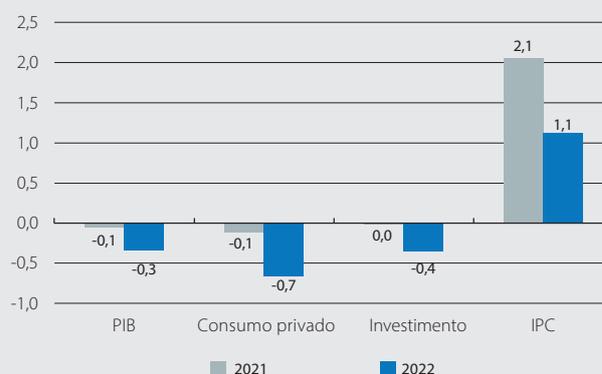
Para avaliarmos o impacto na atividade do aumento do preço da eletricidade utilizamos a previsão deste preço de acordo com o mercado de futuros (ver o segundo gráfico). Tal como é possível observar, de acordo com esta previsão, os preços situar-se-ão em níveis idênticos aos atuais até ao 1T de 2022 e normalizar-se-ão a partir do 2T de 2022, embora mantendo-se em níveis mais elevados do que os de 2019, tal como mencionámos anteriormente.

O choque energético tem um impacto relevante na despesa das famílias<sup>1</sup>. Especificamente, se o preço da eletricidade se comportar de acordo com o que os mercados de futuros esperam, estimamos que a despesa das famílias em 2022 possa ser 0,6% inferior à que teria ocorrido se a partir do 3T de 2021 o preço tivesse voltado aos níveis de 2018. O peso da despesa com a eletricidade é relativamente pequeno para o agregado familiar médio, cerca de 3,5%, mas o aumento do preço é de tal dimensão que o impacto acabará por ser significativo. Além disso, esta estimativa apenas considera o impacto direto do aumento do preço da eletricidade na despesa das famílias sendo que, o impacto final para o conjunto da economia será superior.

Se tivermos em conta o impacto do choque da energia elétrica no consumo das famílias e também no investimento (as empresas poderão ver-se obrigadas a adiar as suas decisões de investimento devido ao aumento dos custos de produção) e os efeitos de segunda ordem que toda esta situação produzirá na atividade, o impacto é claramente superior<sup>2</sup>. Especificamente, o crescimento do PIB será entre 0,1 e 0,3 pontos percentuais inferior para 2021 e 2022, respectivamente (ver o terceiro gráfico). E isto será o resultado quer de um menor crescimento do consumo quer do investimento. Por sua vez, a inflação subirá significativamente, 2,1 e 1,1 pontos percentuais em 2021 e 2022, respetivamente.

### Espanha: resposta macroeconómica ao aumento do preço da eletricidade

Impacto no crescimento anual (p. p.)



Fonte: BPI Research, a partir do «Modelo semiestrutural do CaixaBank Research para Espanha», Documento de Trabalho 01/21.

1. Estimativa obtida a partir do peso da despesa em eletricidade que as famílias têm e da sensibilidade da procura de eletricidade a variações no preço.

2. Estimativa efetuada a partir do modelo semiestrutural do CaixaBank Research. Para mais detalhes, ver «Modelo semiestrutural do CaixaBank Research para Espanha», Documento de Trabalho 01/21.

**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	09/21	10/21	11/21
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,7	-9,4	-2,2	3,0	28,0	2,1	1,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-11,0	-7,3	2,5	2,1	2,7	5,4	2,4
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	51,1	53,0	59,2	58,9	58,1	57,4	...
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-19,9	-19,1	-1,8	...	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,5	-17,2	-17,3	0,6	22,2	26,5	...	...
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	-52,7	-34,6	...	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	43,0	44,3	58,8	59,6	56,9	56,6	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-3,0	-0,4	20,5	-0,3	-0,1	...	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-13,2	12,7	661,0	-24,5	-15,7	-20,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-26,3	-22,1	-11,1	-9,1	-8,6	-6,8	-12,5
<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	3,5	3,7	...
<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	09/21	10/21	11/21
Inflação global	0,7	-0,3	-0,7	0,6	2,6	3,4	4,0	5,4	5,6
Inflação subjacente	0,9	0,7	0,2	0,4	0,1	0,8	1,0	1,4	1,7

**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	09/21	10/21	11/21
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-10,0	-8,1	8,7	15,2	15,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-14,7	-14,0	3,3	13,5	13,5	...	...
<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>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	36,5	16,5	16,5	16,0	16,8	21,4	21,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,3	-7,3	-7,3	-7,6	-7,7	...	...	...	...
<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>...</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	09/21	10/21	11/21
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	8,7	8,9	4,9	4,8	5,0	4,9	...
À vista e poupança	10,7	12,3	13,7	14,1	9,2	8,9	8,7	8,7	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-26,0	-26,4	-27,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	11,8	11,2	16,3	15,1	19,9	20,1	...
<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>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-1,5	1,2	2,4	2,3	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	7,9	7,8	-0,7	-1,9	-1,9	-1,9	...
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,6	0,7	0,7	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	-0,1	-1,8	-0,7	-1,2	-0,8	-0,9	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	8,8	9,5	17,4	22,7	23,3	16,7	...
<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>0,8</b>	<b>0,5</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>4,4</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.

## 2022: regresso à normalidade?

Durante boa parte da crise que atingiu a economia internacional desde o início de 2020 desejámos o regresso à normalidade e, assim, a recuperação dos níveis do PIB e das tendências económicas presentes no já longínquo 4T 2019, sem considerarmos que o panorama económico de há dois anos não era também idílico (risco secular de estagnação) e, sobretudo, sem interiorizar que a COVID está a acelerar alterações estruturais que todos víamos no horizonte, mas que éramos incapazes de datar. Portanto, se a pergunta é quando iremos recuperar a «normalidade económica» perdida nos últimos dois anos, a resposta é que provavelmente nunca a recuperaremos. Tão cedo quanto possível, voltaremos a produzir a mesma quantidade de bens e serviços que produzíamos no final de 2019 (já o fizeram a China, os EUA e boa parte da OCDE) e, inclusivamente, colmataremos a lacuna com o nível tendencial em que deveríamos estar situados caso não existisse pandemia (ver o primeiro gráfico). Contudo, esse produto interno bruto será alcançado com uma combinação diferente de fatores de produção e com uma composição quer no lado da procura quer no lado da oferta, que também diferirão das existentes no período pré-COVID. Estas diferenças podem ser observadas no perfil da reativação do emprego em países como Espanha ou Portugal, que reflete claramente, além de respostas acertadas de política económica (ERTE-*Layoff*, etc.), a idiosincrasia especial da fase de recuperação que vivemos.

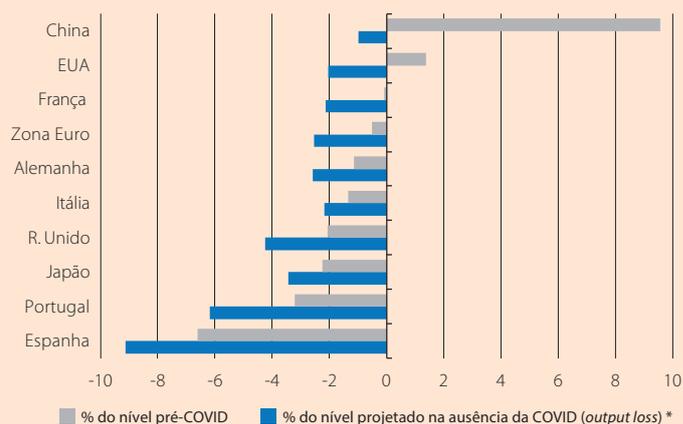
Neste sentido, no final da crise haverá vencedores e perdedores e não voltaremos à estaca zero, pois o clássico processo de destruição criativa próprio de qualquer recessão está a ser agudizado desta vez, quer pela natureza especialmente perturbadora da pandemia quer pela sua confluência no tempo com a perturbação originada pela digitalização e pela necessidade de melhorar a sustentabilidade do nosso modelo de produção. Se uma crise ocorre quando «o velho não acaba de morrer e o novo não pode ainda nascer», não há melhor definição para descrever o momento atual, especialmente convulso e complexo, ao ocorrer o maior desajustamento entre a oferta e a procura desde a integração da China na cadeia de produção mundial. A natureza peculiar desta crise, uma paralisação económica brusca associada às restrições à mobilidade e não a um ajustamento drástico de preços de ativos financeiros ou reais (recessão de balanços), comportou uma intensa recuperação da procura após os confinamentos, levando as cadeias de valor ao limite e evidenciando que, por vezes, o sofisticado é frágil.

Assim, enquanto se vão formando as tendências subjacentes que irão caracterizar a economia pós-COVID (alterações em padrões de consumo, reconsideração do papel do setor público, nova estratégia dos bancos centrais, etc.), a atividade nos próximos 12 meses continuará subordinada à evolução da pandemia e aos seus efeitos na mobilidade, ao restabelecimento do funcionamento da cadeia de abastecimento e, por último, à adequação da política económica a esta nova fase do ciclo económico. Por outras palavras, a dinâmica da recuperação será determinada pelo reajustamento entre a oferta e a procura mundial, o que dependerá da flexibilidade da produção para se adaptar a uma procura que continuará a ser estimulada por condições financeiras extremamente expansivas e pelos resultados dos planos fiscais de estímulo implementados nos dois lados do Atlântico. Tudo depende da capacidade de resposta da oferta, prejudicada na última década quer pela ausência de reformas para aumentar a flexibilidade da estrutura económica, quer pela fragilidade do investimento público e privado. Se o ajustamento ocorrer no primeiro semestre do ano, os desequilíbrios macroeconómicos latentes serão absorvidos e voltaremos a um cenário de reflexão, embora já com a economia mundial em fase de aterragem suave para potenciais ritmos de crescimento.

Neste cenário central, a economia mundial registará ainda crescimentos dinâmicos em 2022 (4,5%), embora 1,5 p. p. inferiores aos deste ano. Boa parte da desaceleração será explicada pela perda de impulso tanto dos EUA (3,5% em 2022 vs. 5,4% em 2021) como da China (5,7% vs. 8,3%), que terão já largamente ultrapassado o momento em que recuperaram o PIB perdido durante a crise, aproximando-se da sua zona de crescimento tendencial. No caso da Zona Euro, a velocidade de cruzeiro não mudará muito (4,7% vs. 5,1%), tanto devido à manutenção dos estímulos monetários e fiscais (com os fundos NGEU) como devido ao «efeito de bumerangue» que será de esperar dos países da região com um pior comportamento relativo no segundo semestre de 2021 (Alemanha e Espanha), se forem cumpridas as expectativas de recuperação da indústria e do turismo.

### Variação acumulada no PIB real até ao 3T 2021

(%)



**Nota:** O output loss corresponde à diferença em nível do PIB versus projeções efetuadas pela OCDE antes do início da pandemia (outubro de 2019).

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

Além do potencial de distorção para a atividade de novas variantes do vírus como a ómicron, as chaves do cenário serão o comportamento da inflação, as estratégias de saída dos bancos centrais e a avaliação dos mercados financeiros em cada momento sobre a idoneidade das condições financeiras. O maior risco é que os problemas nas cadeias de fornecimentos se repercutam ao longo de todo o próximo ano ou que as perturbações em mercados de trabalho como o norte-americano não sejam passageiras. Neste caso, será muito improvável que os aumentos na parte mais volátil do cabaz de preços não se repercutam em menor ou maior medida nas restantes rubricas, tendo em conta, além disso, que no final do próximo ano estaremos próximo de fechar o *output gap* nos países industrializados. Isto colocará em risco a hipótese de transitoriedade no comportamento da inflação, defendida por uma boa parte das autoridades monetárias.

Com as taxas de juro reais em mínimos históricos (ver o segundo gráfico) é necessário que os bancos centrais mantenham a sua credibilidade em qualquer momento, a fim de se evitarem surpresas negativas na estabilidade financeira. Isto implicará vigiar o comportamento das expectativas de inflação e, conseqüentemente, evitar o posicionamento atrás da curva durante muito tempo. No entanto, as diferenças na posição cíclica (a recuperação está a ser muito assimétrica) e na própria credibilidade dos bancos centrais já se estão a traduzir em ritmos muito diferentes da normalização monetária entre países emergentes e países desenvolvidos. Esta descoordenação monetária poderá acabar por provocar desajustamentos no comportamento das taxas de câmbio, outro dos potenciais riscos a médio prazo. Portanto, fundamentalmente, a chave continua a ser manter o canal financeiro à margem de possíveis tensões, para evitar os problemas da Grande Recessão de 2009.

Definitivamente, o ponto de partida para o próximo ano é uma economia mundial que recupera boa parte do crescimento perdido durante a pandemia, graças ao sucesso das vacinas e a uma extraordinária reativação da procura de bens duráveis que não pôde ser respondida pela oferta, que cria estrangulamentos que acabaram por distorcer as cadeias de valor e que provoca um aumento inesperado na inflação. A economia, como o futebol, é um cobertor curto. Se dermos prioridade ao crescimento a todo o custo, o mais provável é que terminemos por incorrer em desequilíbrios económicos se não tivermos uma oferta com capacidade e flexibilidade para responder. Portanto, próximo do início de um novo ano, não podemos descartar que os ingredientes do cocktail nos exponham a emoções inesperadas: novas mutações do vírus, inflação acima das metas dos bancos centrais, desajustamentos entre a oferta e a procura, estrangulamentos em cadeias produtivas que pensávamos serem infalíveis, aumento da desigualdade, digitalização acelerada, níveis de endividamento muito elevados, etc. Nesse sentido, não parece que iremos regressar à antiga normalidade. Já sabemos que em tempos excepcionais, as decisões também terão que o ser.

### Rentabilidade real da dívida soberana a dez anos nos EUA e na Alemanha



**Notas:** Corresponde às obrigações genéricas a 10 anos indexadas à inflação. As linhas a tracejado mostram a média desde 2009.

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

## Estrangulamentos: do, «porquê?» ao, «até quando?»

As notícias relacionadas com os problemas de abastecimentos de fornecimentos (ou estrangulamentos) dentro das cadeias globais de valor foram constantes nos últimos meses. O encerramento temporário de algumas fábricas de automóveis devido à falta de *chips* ou as dificuldades nas campanhas do *Black Friday* ou de Natal, face às demoras na chegada de contentores marítimos, são alguns dos exemplos mais conhecidos. Neste artigo analisamos o porquê destes problemas e, visando 2022, até quando poderão durar.

### A procura: aumento heterogéneo por produtos e por regiões

A força da procura é um elemento fundamental por detrás deste fenómeno. Especificamente, a pandemia trouxe uma alteração no tipo de bens e serviços que consumimos, para um maior consumo de bens, especialmente de carácter durável. As empresas e as famílias tiveram que adaptar o seu meio ao teletrabalho e à educação remotamente, o que se traduziu numa maior procura de bens tecnológicos. Além disso, as restrições ao lazer de cariz mais social propiciaram um aumento da poupança (a famosa poupança retida ou forçada), que nos últimos meses está a ser canalizada para um maior consumo destes bens duradouros. Por último, este aumento na procura ocorreu principalmente nos grandes países avançados. Não é por acaso que as políticas económicas para amortecer o impacto da crise da COVID-19 nas famílias e nas empresas foram contundentes e ágeis nessas economias (especialmente a norte-americana). Assim, por exemplo, em outubro de 2021, o consumo norte-americano de bens duradouros situava-se 22% acima dos níveis anteriores à pandemia, face a 1,3% abaixo no consumo de serviços<sup>1</sup>.

Este tipo de bens são altamente transacionáveis, ao contrário do que acontece com os serviços (que na sua maioria não o são). Assim, esta elevada procura refletiu-se num forte aumento do comércio internacional mundial de bens manufacturados, após ter sido interrompido nos meses de maiores restrições pela pandemia. Nomeadamente, após a queda ocorrida na primavera de 2020, em pouco mais de seis meses os fluxos mundiais encontravam-se em níveis anteriores à pandemia e, em agosto de 2021, já se situavam algo mais de 6% acima dos níveis de fevereiro de 2020<sup>2</sup> (ver o primeiro gráfico)<sup>3</sup>.

**Comércio internacional de bens manufacturados\***  
Índice (100 = 2010)



Nota: \* Volume mensal.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do CPB World Trade Monitor (Merchandise).

### A oferta: a resposta insuficiente e os problemas logísticos

A oferta tentou dar resposta à enorme procura destes bens duráveis. A título ilustrativo, as exportações de componentes eletrónicos de Taiwan (um dos principais produtores/exportadores de *chips* de alta gama) passaram de crescer cerca de 10% anuais nos últimos 20 anos para um pouco mais de 25% anuais no último ano e meio. No entanto, o aumento na produção de muitos destes produtos não foi suficiente, conforme revelaram as paragens forçadas ocorridas em diversas fábricas de automóveis que mencionávamos no início.

Além disso, a heterogeneidade no aumento da procura, com os EUA como um dos principais compradores de bens, implicou o congestionamento dos seus portos marítimos mais relevantes e, como consequência, atrasos em milhares de fluxos comerciais previstos no mundo. O motivo: com cerca de meio milhão de contentores à espera nas centenas de navios de carga fundeados nos portos de Los Angeles e de Long Beach, os barcos e os contentores transformaram-se num bem escasso a nível mundial<sup>4</sup>. Não nos deve admirar neste caso o enorme aumento nos custos por contentor dos últimos meses (ver o segundo gráfico).

Por último, as políticas de COVID zero adotadas na China e noutras economias asiáticas (centrais nas grandes cadeias globais da indústria) acrescentaram pressão à oferta a partir de meados do verão. Assim, por exemplo, em agosto, uma parte do porto chinês de Ningbo-Zhoushan (o terceiro porto mais ativo do mundo) ficou fechada após um teste positivo à COVID-19.

1. De acordo com os dados do Bureau of Economic Analysis da Despesa em Consumo Pessoal em termos reais (PCE, em inglês).

2. Por outro lado, em 2009, após a forte contração dos fluxos de comércio internacional, estes não recuperaram os níveis anteriores à crise até cerca de dois anos depois.

3. Segundo as estatísticas do CPB World Trade Monitor e em termos reais.

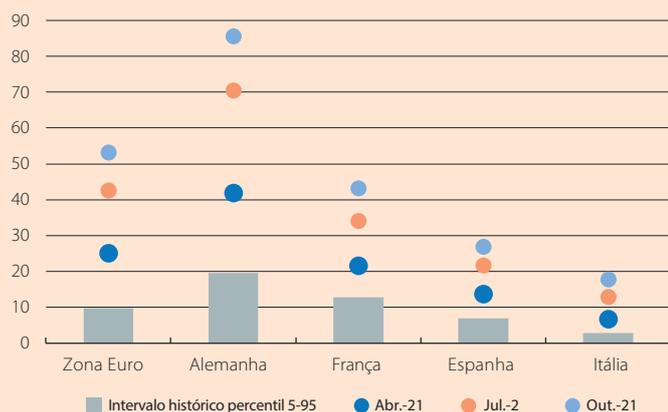
4. Dados relativos ao final de outubro e a início de novembro. Atualmente, o congestionamento nestes portos é menor, embora ainda não se tenha normalizado.

## O que nos reserva o futuro

A médio prazo, a moderação da procura de bens em conjunto com a resolução gradual dos problemas nos centros logísticos e uma adaptação da oferta às alterações dos padrões no consumo deverão resolver o problema do desajustamento. Especificamente, vários elementos pressionarão para uma desaceleração na procura: (i) a poupança retida, que favoreceu o consumo de bens, ir-se-á esgotando; (ii) com o levantamento das restrições deveremos assistir a uma nova tendência para um maior consumo de serviços (especialmente os serviços de natureza mais social) face aos bens, e (iii) os avanços na atividade económica deverão normalizar à medida que as economias forem alcançando os níveis do PIB pré-pandemia. Pelo lado da oferta, o avanço na vacinação apoiará menores paragens em fábricas e em centros logísticos por surtos. Além disso, numerosos países já iniciaram planos para aumentarem a oferta de alguns produtos que são considerados essenciais na produção global (como os famosos *chips*).

### Fatores que limitam a produção: escassez de materiais ou equipamentos

Respostas afirmativas (%) \*



Nota: \* Empresas que dão uma resposta afirmativa sobre se a escassez de materiais ou equipamentos lhes limita a produção.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (inquérito às empresas e aos consumidores).

global por intermédio do seu potente setor automóvel (algo mais de 20% da produção industrial alemã, face aos 11% média na Zona Euro), já está a sofrer intensamente a crise dos fornecimentos (ver o terceiro gráfico)<sup>6</sup>. Em segundo lugar, os estrangulamentos em setores tecnológicos poderão atrasar a implementação de algumas iniciativas digitais promovidas na UE sob o financiamento do Next Generation EU. Convém recordar que a transformação digital constitui, juntamente com a transformação verde, uma das alavancas básicas de mudança do sistema produtivo europeu<sup>7</sup>. Finalmente, estas perturbações estão a pressionar os preços de produção em alta. Esta é uma dinâmica que está no início e que se poderá intensificar no futuro o que agravaria um dos riscos mais relevantes na atualidade: o risco das tensões inflacionistas que já se observam nos preços no consumo em muitas economias (em particular a norte-americana)<sup>8</sup>.

## Custo de contentores

(Dólares por contentor de 40 pés)



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

No entanto, é previsível que na primeira metade de 2022 estes elementos de desajustamento entre a oferta e a procura estejam ainda ativos com um risco elevado de se prolongarem. Em primeiro lugar, porque a liberação de parte da procura reprimida tem ainda espaço para andar, especialmente na Europa (nem tanto nos EUA)<sup>5</sup>. Em segundo lugar, porque as medidas promovidas para aliviar os problemas logísticos norte-americanos (que os portos estejam abertos e em funcionamento 24 horas por dia, 7 dias por semana) não são consideradas suficientes para ultrapassar o problema a muito curto prazo, visto exigirem um maior número de trabalhadores portuários que necessitam de uma formação muito específica. Por último, porque perante a política de COVID zero da China poderemos ver novos encerramentos em fábricas e em portos deste país asiático se a variante ómicron for altamente contagiosa e se escapar à eficácia das vacinas.

Finalmente, existem três elementos do atual desajustamento que nos preocupam. Em primeiro lugar, o facto de que não afetará por igual os países. Por exemplo, dentro da Zona Euro, a Alemanha, uma economia muito integrada nas cadeias de valor

5. A taxa de poupança das famílias norte-americanas alcançava já níveis pré-pandémicos em outubro de 2021 (7,3% do rendimento disponível, após máximos de mais de 30% em abril de 2020 e de cerca de 27% em março de 2021). Por seu turno, na Zona Euro, a taxa de poupança do 2T 2021 (último dado disponível) situava-se ligeiramente abaixo dos 20%, em comparação com níveis de cerca de 13% em 2019. Da mesma forma, nos artigos do Dossier «A recuperação do consumo» na IM11/2021 é analisado o consumo espanhol através de dados internos e é possível concluir que o mesmo será vigoroso em 2022 e acima da média histórica.

6. Ver o Focus «Estrutura económica e resistência aos choques na Zona Euro» nesta edição da Informação Mensal para uma análise um pouco mais detalhada do caso alemão.

7. Também iniciativas no âmbito verde, como o carro elétrico, poderão ser afetadas pelos problemas dos estrangulamentos.

8. No artigo «A resposta dos bancos centrais ao forte aumento da inflação (e a não resposta do BCE)» deste mesmo Dossier falamos destas tensões inflacionistas e da resposta das instituições monetárias.

## A resposta dos bancos centrais ao forte aumento da inflação (e a não resposta do BCE)

Em 2021, a inflação atingiu níveis que não eram observados há muitos anos na maior parte das economias, tanto avançadas como emergentes. Por exemplo, devemos-nos reportar a 1990 para encontrar uma inflação norte-americana superior aos 6,2% de outubro passado, enquanto na Zona Euro os 4,9% de novembro são o registo mais elevado desde o início da série. Este fenómeno está a centrar o debate económico, principalmente, pelas implicações que tem para a política monetária. A nossa visão, partilhada com os principais bancos centrais, é o facto de os elementos por detrás destas elevadas taxas de inflação serem de natureza transitória e que se deverão atenuar ao longo de 2022.

### O que explica o forte aumento da inflação?

Por um lado, os preços globais da energia cresceram com muita força e explicam a maior parte do aumento da inflação. A principal causa foi uma tempestade perfeita no mercado do gás, provocada por vários fatores como temperaturas mais frias que o habitual, falta de vento, menor geração hidroelétrica, outras perturbações pontuais na oferta de gás em vários países e um aumento da procura de gás, sobretudo na China. Estes fatores por si só tiveram um pequeno impacto no preço deste combustível fóssil, mas no seu conjunto provocaram, no decorrer do ano, um aumento de +350% do preço do gás. Esta subida fez aumentar o preço da eletricidade na maioria dos países, uma tendência que pela sua dimensão e persistência acabou também por afetar os outros combustíveis fósseis, como o petróleo e o carvão. As cotações dos mercados financeiros preveem que esta situação se poderá prolongar ainda por alguns meses, mas que com o fim do inverno e a redução sazonal da procura encontraremos mercados da energia menos pressionados.

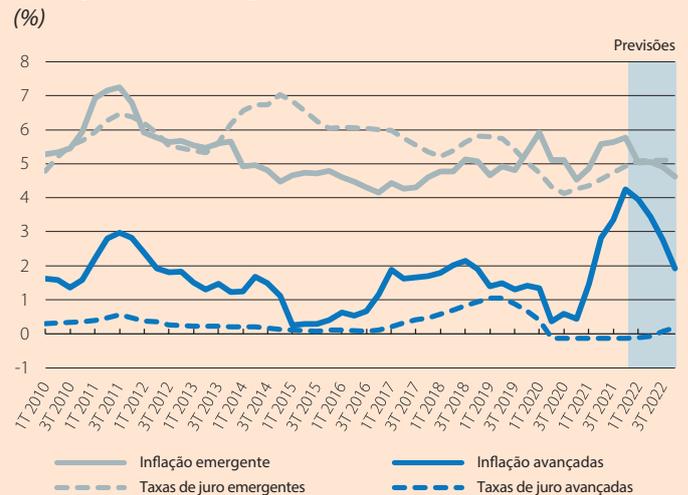
O desajustamento entre a procura e a oferta de muitos bens, visível nos estrangulamentos provocados pelo forte crescimento da procura a nível global, é um segundo elemento que também está a pressionar o aumento dos preços<sup>1</sup>. Apesar da elevada incerteza, tudo indica que esta dinâmica se irá manter ainda durante vários meses e que possa manter a inflação elevada durante a primeira metade do ano, sendo que deverá atenuar ao longo de 2022 à medida que a oferta se normalizar e a procura retida se esgotar. Contudo, o aparecimento de novas variantes do vírus com mutações, como a ómicron, é um risco latente que poderá intensificar os estrangulamentos.

### Os bancos centrais deitam mãos à obra...

Face ao aumento de preços, vários bancos centrais começaram já a retirar os estímulos monetários implementados após a eclosão da pandemia. Especificamente, em muitas economias emergentes as autoridades monetárias começaram já a subir as taxas de juro, por se tratar de países onde a transmissão dos preços da energia e de outras matérias-primas para a inflação costuma ser mais direta devido ao maior peso destes elementos no cabaz da inflação. Assim, em 2021, os bancos centrais da Rússia, do Brasil ou da Polónia subiram as taxas de juro em 5,75, 3,25 e 1,15 p.p., respetivamente, esperando-se que em 2022 continuem com o ciclo de subidas das taxas de juro. Nas economias desenvolvidas, os aumentos das taxas de juro foram mais contidos e seletivos, tendo apenas os bancos da Noruega, da Nova Zelândia e da Coreia do Sul subido as mesmas (em 0,25 p.p.).

Acreditamos que 2022 será o ano da retirada dos estímulos monetários e de aumentos das taxas de juro por parte da maioria dos bancos centrais, tanto nas economias avançadas como nas emergentes, sempre e quando as novas variantes do vírus o permitam. Assim, os mercados financeiros antecipam quatro subidas de taxas de juro por parte do Banco da Inglaterra e do Banco do Canadá, três para o Banco da Austrália e até sete para o Banco da Nova Zelândia. São esperadas duas subidas das taxas de juro da

### Inflação e taxas de juro nas economias avançadas e emergentes



**Notas:** Previsões próprias de inflação. Para as taxas de juro utilizamos as taxas de juro implícitas nos mercados financeiros, quando é possível, e o consenso dos analistas da Bloomberg.

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

1. Para mais detalhes, consultar o artigo «Estrangulamentos: do “porquê?” ao “até quando?”» do Dossier nesta edição da *Informação Mensal*.

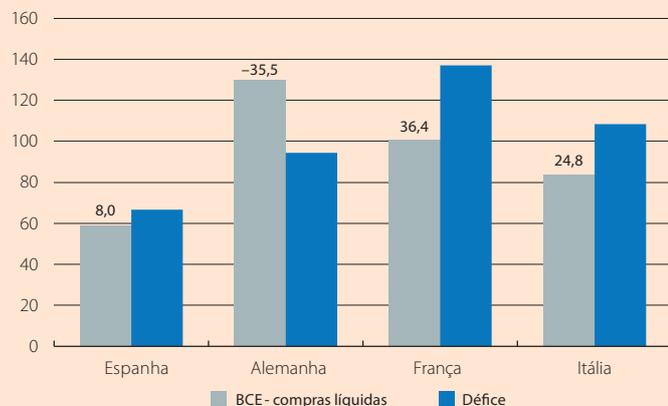
Reserva Federal, de 0,25 p.p., em linha com as nossas próprias previsões, enquanto em Frankfurt não se antecipam alterações nas taxas de juro, tal como explicamos a seguir.

### ... embora o BCE siga a outro ritmo.

Como já comentamos num artigo recente<sup>2</sup>, a economia da Zona Euro encontra-se, em conjunto com a economia do Japão, num ponto do ciclo económico diferente das restantes economias mencionadas anteriormente. A sua inflação subjacente, que exclui as componentes energia e alimentos, encontra-se nos 2,6%, longe dos 4,8% da Nova Zelândia ou dos 4,9% dos EUA. A uma inflação subjacente muito heterogénea entre países que se situa claramente mais alta nas economias centrais do que nas economias da periferia (ver o segundo gráfico) deveremos somar outra particularidade: o efeito de base da descida temporária do IVA em vários países na segunda metade de 2020. Este fator está a situar a inflação atual (quer a geral quer a subjacente) em taxas artificialmente mais elevadas do que as que lhes corresponderia, algo que deixará de acontecer em janeiro de 2022.

Neste contexto, o BCE insiste em que a forte subida da inflação é transitória e não atuará para lhe resistir enquanto continuar a considerar que os efeitos de segunda ordem<sup>3</sup> serão moderados

### Zona Euro: necessidades de financiamento em 2022 (Milhares de milhões de euros)



**Notas:** Assumimos que o BCE adquira, durante o 1T de 2022, 150 000 milhões de euros ao abrigo do PEPP e 60 000 ao abrigo do APP. Na restante parte do ano, adquira 360 000 milhões ao abrigo do APP, o que resulta em compras líquidas de 570 000 milhões de euros no conjunto de 2022. O dado apresentado acima das barras cinzentas é a quantidade de emissão líquida de dívida que o BCE não chegaria a cobrir.

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

do emissor não serão uma restrição tão preocupante como o eram no mundo pré-pandemia, pois com o aumento da dívida pública após a eclosão da pandemia, o BCE possui margem para manter o ritmo de compras que prevemos até finais de 2023, sem ultrapassar esses limites.

No entanto, todo este cenário está sujeito a muitas incertezas. As novas variantes do vírus, como a ómicron, continuarão a pesar na balança de riscos do BCE e poderão condicionar a atividade económica de 2022, juntamente com a inflação.

2. Ver o Focus «Acerca da normalização da política monetária» na IM10/2021.

3. Ou seja, como as elevadas taxas de inflação no presente se podem traduzir em maiores taxas de inflação no futuro. Alguns estudos sugerem que os efeitos de segunda ordem tenham perdido relevância nos últimos anos, embora seja certo que a particularidade da crise e a recuperação económica provocada pela COVID-19 poderão alterar esta dinâmica. Ver, por exemplo, Borio, C., et al. (2021). «Second-round effects feature less prominently in inflation dynamics».

4. Especificamente, acreditamos que as compras líquidas ao abrigo do PEPP durante o 1T serão feitas a um ritmo menor do que o observado no último trimestre de 2021 e que terminarão em março. Consideramos que, então, o APP ganhará importância e as compras líquidas mensais poderão passar dos 20.000 milhões de euros atuais para os 40.000 milhões. Além disso, especula-se que o BCE possa adicionar alguma flexibilidade às compras de ativos do APP e, em vez de anunciar um ritmo de compras mensais, anuncie um objetivo de compras a levar a cabo no conjunto do ano.

### Zona Euro: inflação subjacente



**Notas:** Os países do núcleo são Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Luxemburgo e Países Baixos. Na periferia temos Chipre, Estónia, Grécia, Irlanda, Itália, Letónia, Lituânia, Malta, Portugal, Eslováquia, Eslovénia e Espanha. Ponderamos cada economia em função da dimensão do PIB.

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

e que os elementos antes referidos se irão desvanecer durante 2022. Mais ainda, após a revisão estratégica e a alteração na *forward guidance* que o BCE propôs em julho, com a meta de inflação nos 2% a médio prazo, é altamente improvável que observemos uma subida das taxas de juro antes do final de 2023.

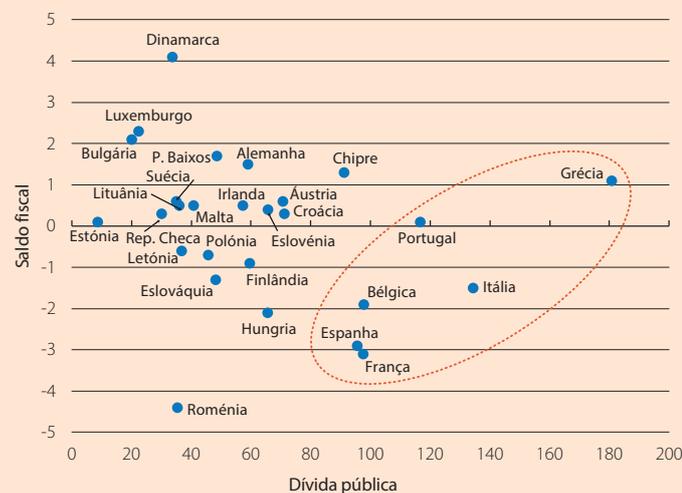
Contudo, o BCE não é alheio às dinâmicas inflacionistas globais e, juntamente com o facto de que a economia da Zona Euro alcançará no 1T de 2022 um nível do PIB anterior à pandemia, consideramos que também retirará parte dos estímulos monetários em 2022. Especificamente, estimamos que as compras líquidas de ativos em 2022 se situarão em cerca de 570.000 milhões de euros<sup>4</sup>, um volume muito considerável, embora sejam menos 520.000 milhões do que as compras feitas em 2021, um ano ainda muito condicionado pela pandemia. Estas compras, juntamente com os reinvestimentos dos ativos na sua maturidade, permitirão ao BCE manter um ambiente financeiro acomodatório com o qual irá apoiar o crescimento económico e continuar a cobrir as necessidades de financiamento dos Estados-Membros. Além disso, é de destacar que em 2022 os limites

## A UE em 2022: às voltas com a reforma das regras fiscais

A forte deterioração sofrida pelas finanças públicas resultante da pandemia reabriu o debate sobre a necessidade de reformar as normas fiscais da UE. As metas atuais da dívida e do défice público remontam a 1992 quando o Tratado de Maastricht fixou os requisitos para aceder à moeda única e foram também integrados no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) quando o mesmo foi adotado em 1997. O limite da dívida pública foi fixado em 60% do PIB (coincidindo com a média europeia na década de 1990), uma meta que se pensou seria cumprida a médio prazo se o limite máximo do défice público se fixasse em 3,0% do PIB, dado que o crescimento nominal naquela época rondava os 5,0%. Ou seja, o PEC foi aprovado num contexto de elevado crescimento económico e de baixos níveis de dívida, uma situação que se distancia bastante do momento atual.

De facto, um dos momentos decisivos para o PEC foi a crise financeira global de 2008, que forçou Bruxelas a adotar um conjunto de propostas legislativas conhecidas como Six Pack e Two Pack. No entanto, estes «retroques» não conseguiram resolver os principais problemas do PEC: a sua falta de flexibilidade para se adaptar ao ciclo económico e à realidade de cada Estado-membro, a sua pouca transparência, a sua excessiva complexidade e a ausência de mecanismos que assegurem o seu cumprimento. Inclusivamente, a própria Comissão Europeia reconheceu que estas reformas agravavam os problemas mencionados, ao introduzir novos procedimentos orçamentais e critérios de medição difícil a curto prazo<sup>1</sup>.

### União Europeia: contas públicas em 2019 (% do PIB)



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

fiscais no passado. Tal como demonstra a evolução dos défices estruturais,<sup>3</sup> algumas economias não dispõem das ferramentas ou da vontade política para cumprirem a recomendação europeia de cortarem os rácios de défice estrutural em 0,5 p.p. anuais, para se aproximarem das metas estruturais estabelecidas<sup>4</sup>, nem sequer em períodos expansivos (ver o terceiro gráfico).

1. Ver o Focus «Rumo à reforma das regras fiscais europeias?», na IM03/2020.

2. Ver o Focus «Regras fiscais europeias: abaixo de 60%?», na IM03/2021.

3. O défice estrutural é considerado como a parte do défice público que não é afetado pelo ciclo económico ou por despesas extraordinárias de cariz temporário. Trata-se de uma estimativa do desequilíbrio permanente (estrutural) do financiamento das contas públicas, oferecendo uma ideia da sua sustentabilidade a longo prazo.

4. Bruxelas estabelece que a «regra de ouro» do equilíbrio orçamental, com um limite do défice estrutural de 0,5% do PIB potencial (se a dívida pública for inferior a 60% do PIB, este limite é fixado em 1% do PIB), terá que ficar consagrada na legislação nacional, preferencialmente a nível constitucional. Não obstante, é um dos objetivos mais controversos. Por um lado, o próprio conceito de «défice estrutural» é uma estimativa, não uma variável observada. Por outro, ele é fixado em termos do PIB potencial, que é outra variável calculada com vários métodos, o que explica as diferenças observadas no PIB potencial cuja publicação, para um mesmo país, é feita por organismos como o FMI, a Comissão Europeia ou a OCDE.

### A evolução do quadro de regras fiscais na UE



Fonte: BPI Research.

O último ciclo expansivo (2014-2019) evidenciou o enorme desafio que alguns Estados-membros enfrentam para poder cumprir os objetivos do PEC. Em termos gerais, os Estados-membros conseguiram ajustar os seus rácios de défice público no PIB até os situar abaixo dos 3,0% em 2019 (Espanha e França cumpriram por muito pouco), ao mesmo tempo que o saldo primário (que exclui o pagamento de juros) registou também um comportamento muito positivo na maioria dos casos, embora Espanha não seja um deles. Esta evolução reduziu a pressão nos rácios de dívida pública, que caíram ao longo do período, embora em 2019 ainda se situassem muito acima do objetivo dos 60% em muitos países (ver o segundo gráfico).

Já no contexto macroeconómico anterior à pandemia, era enorme o esforço que alguns países faziam para reduzirem a sua dívida no âmbito das regras do Pacto Fiscal. No pressuposto que as taxas de juro a longo prazo e o ritmo de crescimento nominal do PIB alcançado em 2019 se tivessem mantido estáveis, a Grécia deveria registar durante 20 anos um superavit primário superior aos 6,0%, Itália e Portugal cerca dos 3,0%, e Espanha, França e Bélgica cerca dos 2,0%<sup>2</sup>. Esta situação não parece ser viável, especialmente tendo em conta o incumprimento sistemático das regras

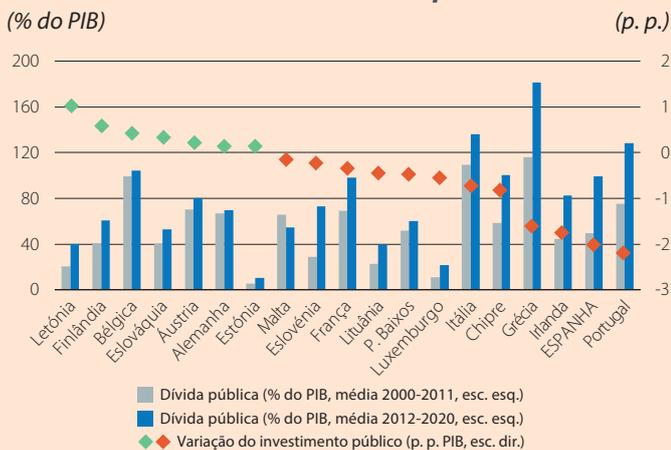
## Reforma das regras fiscais na UE: mais flexibilidade, menos complexidade?

A crise da COVID-19 agravou os problemas existentes ao tornar patente que as atuais regras fiscais dificilmente serão adequadas à nova realidade. A excecionalidade da situação ditou a suspensão temporária do PEC (desde março de 2020 até, previsivelmente, 2023) e reavivou o debate da reforma das regras fiscais. A discussão pode-se dividir em três correntes: (i) os que defendem que o quadro atual não precisa de reformas; (ii) os que reconhecem que as regras fiscais se devem adaptar, mas dentro do quadro atual e (iii) os que exigem uma revisão completa, incluindo a substituição dos objetivos numéricos integrados nos tratados europeus. O regresso imediato às regras do Pacto Fiscal poderá ser prejudicial para a Zona Euro ao exigir um ajustamento fiscal muito severo e claramente impraticável, enquanto a revisão completa parece complicada ao necessitar da unanimidade dos Estados-membros. Assim sendo, ganha de forma evidente a opção por uma reforma ao abrigo do quadro atual.

Entre as soluções possíveis, destaque para a mudança de enfoque de regras baseadas no défice estrutural para regras de despesa. Estas regras poder-se-ão adaptar agilmente às condições macroeconómicas de cada país (principalmente ao nível de dívida pública) e poderão incluir exceções que afetarão, entre outros, o investimento público, para limitar o rumo «anti-investimento público» do sistema atual<sup>5</sup> (ver o quarto gráfico). Além disso, é fundamental melhorar a transparência destas regras, reduzir a sua complexidade e reforçar o papel das instituições de vigilância fiscal<sup>6</sup>, criando incentivos e mecanismos que favoreçam o seu cumprimento.

Embora a adoção de regras de despesa acrescente transparência e previsibilidade ao quadro fiscal europeu, é importante destacar a dificuldade de delimitar exceções (que rubricas da despesa pública ficam excluídas da regra da despesa e quais não ficam?) e a necessidade de definir limites claros para a categoria de atuação das várias instituições envolvidas no processo. Por fim, uma reforma das regras fiscais deverá ser capaz de abordar as deficiências já identificadas, permitindo a saída desta crise com um mecanismo de controlo e coordenação fiscal simples e credível, que possa dotar os Estados-membros de uma arquitetura suficientemente sólida para enfrentarem os principais desafios da UE: transformar a Europa no primeiro continente climaticamente neutro, adaptá-lo à era digital, tudo isto sem colocar em questão a sustentabilidade da dívida pública a longo prazo. Estes desafios exigirão investimentos públicos significativos e pouco viáveis sob as regras orçamentais presentes, pelo que será essencial uma reorganização profunda da estratégia fiscal.

## Zona Euro: dívida e investimento público



**Notas:** A variação do investimento público é calculada como a diferença entre a média dos períodos 2000-2011 e 2012-2020. Os losangos verde correspondem a um aumento do investimento público entre os dois períodos, os losangos a vermelho correspondem a uma diminuição.

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

(como o Mecanismo Europeu de Estabilidade, o instrumento SURE ou os fundos NGEU) permitem afinar a pontaria da artilharia fiscal comunitária. Em conjunto, um sistema bem estabelecido de regras fiscais e uma capacidade fiscal permanente na UE fomentarão investimentos-chave num período de transição ecológica e digital, reforçando ao mesmo tempo a condicionalidade positiva. O reforço da confiança entre os Estados-membros, bem como nas instituições e regras comunitárias, será fundamental.

5. A consolidação fiscal no último ciclo expansivo foi feita em grande parte através de uma redução drástica do investimento, quando este contribuiu para fomentar o crescimento a médio prazo.

6. Incluem-se o Conselho Fiscal Europeu e instituições de vigilância fiscal nacionais, como o CFP. Neste sentido, deverá também ser estabelecido um mecanismo de resolução de disputas fiscais entre os Estados-membros e a Comissão Europeia, que suporá um reforço de responsabilidades dos Tribunais de Justiça europeus.

7. Ver OCDE (2021). «The long game: Fiscal outlooks to 2060 underline need for structural reform».

## União Europeia: saldo estrutural

(% do PIB potencial)



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

## Portugal em 2022, o ano da recuperação completa?

Com o fim do ano a aproximar-se, chega o momento de refletirmos sobre os principais eventos de 2021 e tirarmos lições para 2022. Sabemos que a pandemia vai continuar a ser uma preocupação, e que alguma incerteza vai continuar a marcar as nossas perspetivas para a economia portuguesa. Ainda assim, não deixamos de estar otimistas para o próximo ano. Com elevada probabilidade, 2022 será o ano de retorno aos níveis de PIB anteriores à eclosão da COVID-19 em Portugal.

### 2021 ainda foi marcado pela pandemia

No início do ano, o país mergulhou novamente num confinamento severo perante o aumento considerável e sem precedentes do número de novos casos de COVID-19, internamentos e mortes. Neste contexto, o PIB caiu 3,3% em cadeia no 1T do ano e agravou a distância face aos níveis pré-pandemia; ao mesmo tempo, o Governo implementava novas medidas e/ou alargava outras já existentes. A partir do 2T a economia entrou novamente numa trajetória de recuperação, beneficiando do desconfinamento gradual iniciado em março; do sucesso da campanha de vacinação (no final do ano, cerca de 88% da população estava completamente vacinada) e consequente controlo da pandemia; da resiliência e adaptação das empresas; das medidas de apoio do Governo e da Comissão Europeia/BCE, que permitiram, por exemplo, que o mercado de trabalho não sofresse tanto como em crises anteriores; e, por fim, de uma campanha de verão positiva para o turismo e que contou com o apoio dos portugueses. Ao mesmo tempo, ao nível europeu, foi aprovado um pacote de investimentos muito significativo, com especial destaque para o Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) e que aloca a Portugal mais de 16.600 milhões de euros para os próximos anos, uma oportunidade de avançar com investimentos essenciais para o país.

Ainda assim, os desafios no final do ano não deram alívio: a forte recuperação da procura mundial e as ondas sucessivas da pandemia originaram estrangulamentos nas cadeias de abastecimento globais, com limitações na capacidade de produção nacional, visível, por exemplo, na indústria automóvel. Ao mesmo tempo, as fricções entre a oferta e a procura, a par de outros fatores, despoletaram uma crise energética, com os preços da energia a contribuir para a aceleração da inflação nos últimos meses do ano para níveis acima dos 2% (ainda assim, bastante aquém da pressão sentida ao nível da Zona Euro). No final de novembro, o surgir da nova variante Ómicron provocou o aumento da incerteza e o retorno de algumas restrições. Por fim, em outubro, a Proposta de Orçamento de Estado para 2022 foi rejeitada, levando o Presidente da República a anunciar a dissolução do Parlamento e a convocar eleições para o final de janeiro.

### 2022: será o ano em que viramos a página da pandemia?

No próximo ano, esperamos que a pandemia se mantenha controlada: os atuais elevados níveis de vacinação, a par dos reforços vacinais nos grupos populacionais mais vulneráveis, deverão limitar o aumento dos internamentos e mortes, o que permitirá à atividade económica avançar e atingir os níveis pré-pandemia no final de 2022. Contudo, o surgir de novas variantes do vírus, como a Ómicron, podem gerar episódios de incerteza e um aumento das restrições até que se clarifique se as atuais vacinas são efetivas para novas variantes e, se não o forem, em que medida se podem adaptar as vacinas já existentes.

De facto, em 2022, a economia vai beneficiar de uma série de fatores extraordinários que contribuirão para que o crescimento ronde os 5%. Entre estes, a recuperação do turismo surge como o principal propulsor do crescimento em 2022, na medida em que o maior controle e/ou capacidade de tratamento da pandemia irá reforçar a normalização da mobilidade. Adicionalmente, o crescimento será alimentado pela receção dos fundos europeus que suportarão a execução do Plano de Recuperação e Resiliência (através das reformas e investimentos previstos, que, de acordo com o governo, serão de 3,3 mil milhões de euros em 2022) e pela canalização para consumo de poupanças acumuladas nos períodos de confinamento mais restritos. Graficamente é visível que o somatório destes impactos (positivos) excede em larga medida os efeitos negativos que poderão advir da crise energética e dos estrangulamentos do lado da oferta.

### Portugal: recuperação económica

Índice (2019= 100)



Fonte: BPI Research.

Assim, para o conjunto do ano, antecipamos um crescimento do PIB de 4,9%, com a aceleração das exportações de bens e serviços. Num cenário de disrupções nas cadeias de abastecimento globais, Portugal poderá beneficiar de uma posição privilegiada para substituir fornecedores não europeus, forçados a interromper de forma temporária e/ou definitiva a sua produção devido à pandemia, o que, a acontecer, estimularia as exportações de bens portugueses. De igual modo, a recuperação do turismo manter-se-á em 2022, beneficiando do facto de Portugal ser um dos países do mundo com maior percentagem de população completamente vacinada. Assim, estimamos que o turismo possa ter um impacto positivo em torno de 1,9 p.p. do PIB em 2022, cerca do dobro do efeito estimado para 2021.

Ao mesmo tempo, a recuperação económica deverá animar as empresas, o que, a par da execução dos investimentos relacionados com os fundos europeus, deverá contribuir para o crescimento do investimento e do emprego. Ainda assim, esperamos um crescimento mais ténue do emprego, em linha com os sinais de escassez de mão de obra e admitindo também alguma recuperação dos níveis de produtividade.

Por fim, mas não menos importante, o consumo privado destacar-se-á como um importante propulsor da atividade. De facto, o consumo privado deverá beneficiar da robustez do mercado de trabalho e das poupanças acumuladas durante a pandemia, que poderão contribuir com 0,7 p.p. do PIB para o crescimento económico em 2022.

Relativamente à taxa de inflação, esperamos que o impacto da crise energética seja menor em Portugal do que noutros Estados-Membros e que os constrangimentos nas cadeias de fornecimentos globais tenham um impacto limitado no aumento dos preços do consumidor. Ao mesmo tempo, o impacto da satisfação de consumo adiado durante a pandemia será mais contido no próximo ano do que terá sido em 2021. Neste sentido, antecipamos uma ligeira aceleração da taxa de inflação para 1,4% em média em 2022.

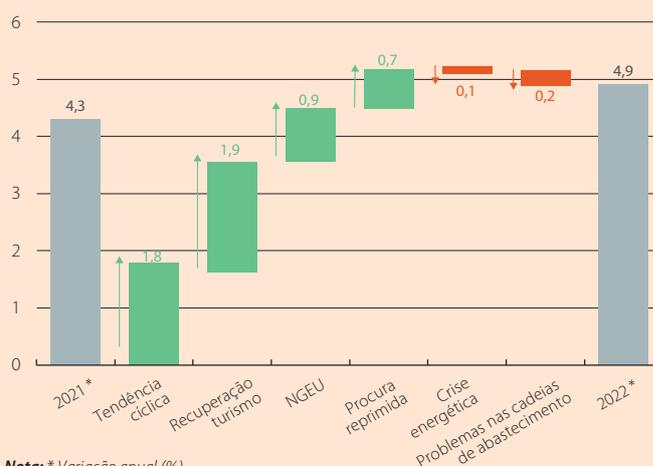
Apesar de esperarmos um cenário mais animador para Portugal do que foi em 2021, não podemos deixar de chamar a atenção para alguma incerteza que ainda pode marcar 2022, principalmente devido a fatores externos. Ainda assim, importa ter em conta que o país vai a eleições no final de janeiro e será governado em duodécimos em, provavelmente, metade do ano. Este regime traz, obviamente, consequências, como a limitação da despesa ao que foi orçamentado para 2021<sup>1</sup>, mas os riscos são baixos; de facto, é possível que a execução da despesa em 2021 termine o ano melhor do que o estimado no OGE 2021, gerando uma folga de cerca de 0,6 p. p. do PIB que pode ser usada no próximo ano, caso, por exemplo, a pandemia agrave e seja preciso implementar medidas de apoio às famílias e empresas e aumentar os gastos com o sector da saúde.

Externamente, serão a crise energética e os constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais os principais fatores limitativos do crescimento, problemas que se intensificaram ao longo dos últimos meses, estimulados por uma recuperação considerável e surpreendente da procura mundial e que deverão manter-se em 2022, especialmente na primeira metade do ano. A estes somam-se as novas variantes do vírus, ainda que as lições dos dois últimos anos e a possibilidade de adaptar as vacinas já existentes de forma a tornarem-se mais eficientes, levam-nos a pensar que apenas se assistirá a episódios pontuais de maior incerteza, mas que o seu efeito não será persistente na atividade económica. A estes fatores limitativos, e num cenário de risco, pode acrescer uma eventual deterioração mais acentuada do que o esperado da envolvente financeira internacional e o consequente agravamento dos custos de financiamento tanto do setor privado como público. Este seria um cenário particularmente gravoso para Portugal, dados os níveis de endividamento significativamente elevados e superiores aos países parceiros da UEM.

Embora não estejamos num cenário totalmente isento de riscos desfavoráveis, consideramos que estamos perante condições ideais para superar os efeitos negativos da pandemia e entrar num período de crescimento económico sustentável, favorecendo o incremento da riqueza. Para tal, a execução eficiente dos fundos europeus através da implementação do Plano de Recuperação e Resiliência jogará um importante papel.

### PIB 2022: contribuições para o crescimento económico

Pontos percentuais



Nota: \* Variação anual (%).  
Fonte: BPI Research.

1. Isto implica que há menos 5.800 milhões de euros de despesa face ao projetado na proposta de OGE 2022 (o equivalente a 2,6% do PIB).



## 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)



