

# IM01

INFORMAÇÃO MENSAL  
JANEIRO 2022



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

### MERCADOS FINANCEIROS

*Política monetária nos emergentes:  
dias difíceis à vista*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*O setor imobiliário chinês: não é igual 8 ou 80*

### ECONOMIA PORTUGUESA

*Preços da habitação em Portugal: fundações  
sólidas ou pés de barro?*

*Porque faltam trabalhadores em Portugal?*

### ECONOMIA ESPANHOLA

*A pujança da procura da habitação,  
uma das surpresas mais positivas de 2021*

## DOSSIER: O PREÇO DA ENERGIA: PRESENTE E FUTURO

---

*A crise energética na Europa*

*O mercado ibérico da eletricidade: diferentes  
comportamentos em Portugal e Espanha*

*Os preços da eletricidade estão a disparar.  
E o montante do seu recibo?*

*Os preços do carbono: definição e impacto  
macroeconómico*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 2022

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

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)  
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### Enric Fernández

Economista Chefe

### José Ramón Díez

Diretor de Economias e  
Mercados Internacionais

### Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

### Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

### Clàudia Canals e Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

### Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de dezembro de 2021

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Política monetária nos emergentes: dias difíceis à vista*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *O setor imobiliário chinês: não é igual 8 ou 80*

### 19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Preços da habitação em Portugal: fundações sólidas ou pés de barro?*

23 *Porque faltam trabalhadores em Portugal?*

### 26 ECONOMIA ESPANHOLA

28 *A pujança da procura da habitação, uma das surpresas mais positivas de 2021*

### 31 DOSSIER: O PREÇO DA ENERGIA: PRESENTE E FUTURO

31 *A crise energética na Europa*

33 *O mercado ibérico da eletricidade: diferentes comportamentos em Portugal e Espanha*

35 *Os preços da eletricidade estão a disparar. E o montante do seu recibo?*

37 *Os preços do carbono: definição e impacto macroeconómico*

## Viragem monetária

No início do ano, a economia mundial volta a enfrentar os efeitos de uma nova mutação da pandemia. Uma vez mais, as restrições a algumas atividades e os confinamentos ameaçam ter um impacto direto no crescimento, para além daquele que ocorre indiretamente através da deterioração das expectativas. No entanto, da mesma forma que a virulência do vírus parece ir perdendo intensidade com cada nova vaga, também os efeitos potenciais sobre a atividade vão-se reduzindo paulatinamente. A adaptação das decisões dos agentes económicos à nova realidade desenhada pelo coronavírus, a vasta cobertura fornecida pelas vacinas, o desenvolvimento de antivirais específicos para a COVID e a manutenção da potência dos instrumentos de política económica implementados na primavera de 2020 fazem pensar que, desta vez, os danos na atividade poderão ser minimizados. Além disso, embora seja necessário rever em baixa as previsões económicas para o 1T 2022, a ómicron não deverá mudar excessivamente a tendência de fundo do ciclo de negócios e faz sentido esperar um efeito de repercussão a partir da primavera.

Mais importante será discernir se em 2022 veremos um ponto de inflexão em tendências presentes ao longo do passado ano com um potencial de perturbação sobre o cenário económico, como os problemas nas cadeias de abastecimento, as tensões inflacionistas ou as avaliações exigentes em alguns segmentos dos mercados financeiros. Todas elas dizem especial respeito aos bancos centrais que, já no final de 2021, começaram a adaptar o seu rumo a uma nova realidade, na qual a subida intensa da inflação constituiu a maior surpresa macroeconómica ao romper uma inércia iniciada no começo da década de noventa. O certo é que não faz sentido esperar alterações importantes nas dinâmicas de preços, pelo menos até à segunda parte do ano. De facto, num momento em que era detetado algum descongestionamento nos transportes e na logística, a ómicron voltará a complicar a normalização no funcionamento das cadeias de valor globais, provocará alterações no padrão de consumo das famílias (mais procura de bens duradouros e menos de serviços) e, definitivamente, dificultará o encerrar da lacuna que existe atualmente entre a oferta e a procura. Além disso, quanto mais tempo se mantiver esta anomalia presente nos últimos 12 meses, mais difícil será reverter a escalada de preços.

Portanto, neste contexto, as autoridades monetárias voltarão a ser as protagonistas nos próximos meses, quando se começam a detetar abordagens diferentes aos novos riscos entre os que são obrigados a responder firmemente a qualquer sinal de tensão dos preços (bancos centrais de países emergentes, exceto o da Turquia), os que preferem transmitir para o mercado um caminho de normalização monetária a médio prazo que minimize o risco de que as expectativas de inflação se descontrolem (EUA, Reino Unido, Nova Zelândia, Noruega, etc.) e, finalmente, os que mantêm a hipótese de transitoriedade no comportamento recente dos preços e não consideram necessário ajustar as condições monetárias além de uma adaptação dos programas de compras à nova realidade (BCE e Banco do Japão). Será necessário continuar a seguir de perto os efeitos que estas respostas divergentes podem provocar nos mercados financeiros e especialmente nas taxas de câmbio, quando, além disso, durante o ano será reaberto o debate em como abordar a sustentabilidade fiscal em relação ao futuro.

É especialmente significativa a lacuna que se começa a abrir entre a Fed e o BCE, visto o banco central norte-americano ter abandonado o pressuposto de transitoriedade no comportamento da inflação, dado que irá acelerar o *tapering* para finalizar as compras de dívida pública em março e, provavelmente, irá iniciar as subidas de taxas de juro em junho deste ano. Porém, talvez o que é mais significativo é o facto de cinco membros do Conselho da Fed considerarem que as taxas de juro em 2024 se irão situar acima do nível de equilíbrio (2,5%), o que reflete um aumento da preocupação pelo risco de efeitos de segunda ordem nos preços da mão de obra de um mercado de trabalho sob tensão. Esta alteração na abordagem do banco central mais importante do mundo foi diluída pelo ruído provocado pela variante ómicron, mas os seus efeitos potenciais a médio prazo podem ser mais importantes que a última mutação da COVID. A ironia é que só ano e meio após a nova estratégia de política monetária nos EUA ter tentado comprar flexibilidade para evitar uma rigidez indesejável das condições monetárias, parece que o pêndulo da preocupação mudou de lado. Tudo isto reveste a política de comunicação dos bancos centrais nos próximos meses de uma maior importância.

## Cronologia

### DEZEMBRO 2021

- 3** A Comissão Europeia autoriza o desembolso de 10.000 milhões de euros do NGEU à Espanha.
- 8** Eleva-se a tensão na crise da Ucrânia.
- 28** Atinge-se um acordo na reforma laboral em Espanha.

### 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.
- 27** Em Portugal, o OE para 2022 foi vetado na Assembleia da República, dando origem à convocatória de eleições antecipadas, a 30 de janeiro 2022.
- 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 9.000 milhões de euros dos fundos NGEU a Espanha e 2.200 milhões de euros a Portugal.

### 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.

## Agenda

### 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).
- 18** China: PIB (4T).
- 21** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).
- 25-26** Comité de Mercado Aberto do Fed.
- 27** Espanha: inquérito à população ativa (4T).  
EUA: PIB (4T e 2021).
- 28** Espanha: previsão do PIB (4T).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 31** Espanha: avanço do IPC (janeiro).  
Portugal: previsão do PIB (4T).  
Portugal: produção industrial (dezembro).  
Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).

### FEVEREIRO 2022

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 9** Portugal: emprego e desemprego (4T).  
Portugal: comércio internacional (dezembro).
- 15** Japão: PIB (4T).
- 17** Espanha: comércio externo (dezembro).  
Portugal: preços na produção industrial (janeiro).
- 25** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
- 28** Espanha: previsão do IPC (fevereiro).  
Espanha: balança de pagamentos (dezembro).  
Portugal: distribuição do PIB (4T).  
Portugal: previsão do IPC (fevereiro).

## Estamos pior ou melhor do que o que esperávamos?

A economia global está pior ou melhor do que esperávamos há um ano? Com certeza tem uma opinião formada sobre o assunto. Ouvimos constantemente pessoas qualificadas a opinar de forma enfática e assertiva sobre a situação em que nos encontramos, sobre para onde caminhamos e, ainda mais complicado mas muito mais tentador, sobre o que temos de fazer para mudar o nosso destino. O mundo está demasiado diagnosticado, como diz o CIDOB no seu último relatório de prospetiva para o ano de 2022. No entanto, os que praticam este desporto de risco estão habituados a colocar o foco nas coisas que estão a correr mal ou nas que podem correr mal. Em momentos complexos como o atual é difícil salientar o que está a correr bem. Certamente, também há quem pense que mais vale prevenir do que remediar. A ideia é que, se as coisas correrem mal, que não seja por falta de aviso. Basicamente: vende mais e no Twitter obtêm-se mais gostos quando se critica o que está mal. Em suma, por tudo isso certamente que muitos de nós temos a sensação de que o mundo está pior. Mas não está. Está melhor, bastante melhor do que esperávamos há um ano, pelo menos em termos económicos.

Para o constatar temos de obter um pouco de perspetiva e afastarmo-nos da leitura a curto prazo dos indicadores mais recentes. Se utilizamos como referência as previsões de crescimento que o BPI Research tinha para o ano de 2021 em janeiro do ano passado e as comparamos com a estimativa atual, não restam dúvidas. O ano correu melhor do que o esperado. A nível global, há um ano prevíamos um avanço do PIB de 5,5%, e hoje em dia tudo aponta para que 2021 tenha terminado com um crescimento de cerca de 6,0%. A surpresa positiva foi generalizada, tanto nos países desenvolvidos como nos emergentes. Para estes grupos de países esperamos, agora, um crescimento de cerca de 5,0% e de 7,0%, respetivamente. Destaca-se a melhoria da previsão da zona Euro. Além das oscilações registadas ao longo do ano, acabámos por fechar o ano com um aumento de perto de 1 ponto percentual. Agora esperamos um crescimento de cerca de 5,0%. Também nos EUA a previsão melhorou, embora de forma mais tímida.

Entre os países em que o avanço do PIB foi pior que o esperado encontramos a Alemanha, cujo setor industrial se viu muito afetado pelas interrupções nas cadeias de fornecimento. Em Portugal, em contrapartida, tudo aponta para que o crescimento se tenha situado em torno de 4,5%, apenas meio ponto percentual abaixo do que esperávamos em janeiro 2021. De qualquer das formas, nem tudo são más notícias para a nossa economia. O emprego, uma variável

que nestes momentos é tanto ou mais importante do que o PIB para analisar a evolução da economia, foi muito melhor do que o esperado. 2021 terminou com um nível de emprego claramente acima do nível anterior. Aliás, em novembro o emprego atingiu valores máximos históricos, pelo menos desde 1998. Nem a pessoa mais otimista se atrevia a fazer um prognóstico tão positivo no início do ano passado.

Olhando para o futuro, as nossas previsões de crescimento para 2022 também melhoraram de forma generalizada, apesar dos receios de estrangulamentos no comércio global e de uma forte aceleração da inflação em vários países. Um dos pontos-chave é, claro, a eficácia das vacinas. Embora não consigam travar totalmente os contágios, reduziram drasticamente a pressão hospitalar, sendo que as novas vagas estão a ser ultrapassadas sem ser necessário impor restrições tão rigorosas à mobilidade e atividade. Durante o ano de 2021 também comprovámos que as principais economias resistiram bem às duras restrições que se foi necessário impor. A rápida recuperação, que se verificou uma vez levantadas tais restrições, permite-nos olhar para o futuro com mais confiança. Por fim, também constatámos que a política económica, tanto fiscal como monetária, reagiu bem aos desafios impostos pela pandemia, e estamos convictos que tal continuará a ser o caso no próximo ano.

Concretamente, para este ano de 2022 esperamos um crescimento de 4,4% a nível global, uma previsão que se situa meio ponto acima do que prevíamos em janeiro de 2021. É de notar a melhoria na previsão que fizemos nos últimos 12 meses para as economias desenvolvidas, de cerca de 1 p.p., embora nas economias emergentes também tenha melhorado. Por países, é na Alemanha, Espanha e também em Portugal onde a previsão de crescimento melhorou mais, compensando a pior evolução de 2021. Para a Portugal, prevemos um avanço do PIB próximo de 5,0% (uma melhoria de quase 2 p.p. relativamente ao que esperávamos há um ano), impulsionado pela recuperação do setor turístico, a implementação dos fundos de recuperação e transformação europeus e a ativação da procura reprimida.

Há coisas que estão a correr mal e há uma série de coisas que podem correr mal. É possível lê-lo em todo lado, assim como nas páginas deste relatório (no ano passado a palavra «risco» apareceu todos os meses tantas vezes quantas as páginas da *Informação Mensal*). Contudo, por uma vez, para começar o ano com o pé direito, permitam-me a ousadia de destacar o que está a correr bem e o que pode melhorar, o que também existe. Desejo um feliz e próspero ano 2022.

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	0,20	0,83	1,65
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,50	1,24	1,95
Dívida pública 2 anos	3,70	0,96	1,63	0,13	0,60	1,00	1,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,65	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	-0,27	-0,02	0,31
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,09	0,15	0,45
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,45	0,60	0,85
Prémio de risco	11	171	71	62	65	60	65
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,40	-0,05	0,34
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,17	0,21	0,54
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,45	0,65	0,90
Prémio de risco	19	334	67	60	65	65	70
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,15	1,19
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,84	0,83
<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	70,8	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	4,4	3,9
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,2	3,8	2,6
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	5,2	4,1	2,8
Alemanha	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,6	3,7	2,8
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	6,7	3,6	2,1
Itália	1,5	-0,4	0,4	-9,0	6,2	4,2	2,6
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,3	4,9	2,6
Espanha	3,7	0,5	2,1	-10,8	4,8	5,5	3,6
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	4,7	2,0
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,5	5,0	3,7	-2,1	6,8	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	0,8	2,1
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	5,7	5,1	3,0
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,5	3,2	4,5	4,3	3,1
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,6	1,4	0,7	3,0	3,3	1,6
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	5,0	1,9
Zona Euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	2,8	1,5
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	3,0	1,6
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	2,7	1,5
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	2,0	2,7	1,5
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	2,2	1,7
Espanha	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	4,5	1,2
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	2,4	3,0	1,7
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,1	5,6	5,0	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	7,5	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	5,0	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	5,0	4,8	2,4
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,6	0,8	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-1,2	5,4	-2,7	4,4	6,2	8,0
Bens de equipamento	3,2	2,7	1,6	-6,2	9,2	5,7	8,1
Construção	-1,5	-3,5	7,7	1,6	1,5	4,5	4,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,1	4,5	3,2
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,1	-18,7	9,4	10,4	5,9
Importação de bens e serviços	3,6	2,5	5,0	-12,2	11,0	8,7	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	1,3	2,2	1,7
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	5,5	5,6	3,5
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,9	-0,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,5	3,3	6,2	5,6
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	14,1	6,0	4,7
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-3,0	6,1	6,1
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,3	-0,3	1,3	-9,2	4,9	4,6	3,0
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,1	12,0	9,2	5,7
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	12,2	6,6	4,2
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,7	5,2	3,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,0	14,1	15,5	15,0	13,9	12,9
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	4,5	1,2
Custos de trabalho unitários	3,0	0,3	3,1	5,0	1,3	1,9	1,7
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	1,1	1,7	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

## A resiliência dos mercados financeiros em 2021

### Melhora a apetência pelo risco de olhos postos no novo ano.

Tal como aconteceu durante grande parte do ano, em dezembro os investidores acompanharam de perto os desenvolvimentos nas duas principais áreas de interesse: a pandemia e a inflação. Por um lado, a relativa menor gravidade da variante ómicron, apesar da sua elevada propagação a nível mundial, aliviou alguns dos receios do seu impacto na recuperação económica. Por outro lado, o aperto das pressões inflacionistas em quase todos os países acelerou o reposicionamento dos bancos centrais. Nas economias avançadas, foram levantadas questões sobre a retirada dos incentivos monetários e nas economias emergentes, os aumentos das taxas de juro tornaram-se generalizados (ver Focus «Política monetária nos mercados emergentes: dias difíceis à vista» nesta edição da *Informação Mensal*). Neste contexto, os investidores, embora se mantenham um pouco cautelosos, ultrapassaram o período de incerteza do mês anterior e aumentaram a sua preferência pelos ativos de risco. Assim, os mercados financeiros terminaram o ano revelando sinais da resiliência adquirida após o começo da pandemia, com aumentos generalizados nos principais mercados de ações avançados e nos preços das matérias primas cíclicas, bem como na rentabilidade da dívida com melhor notação de crédito.

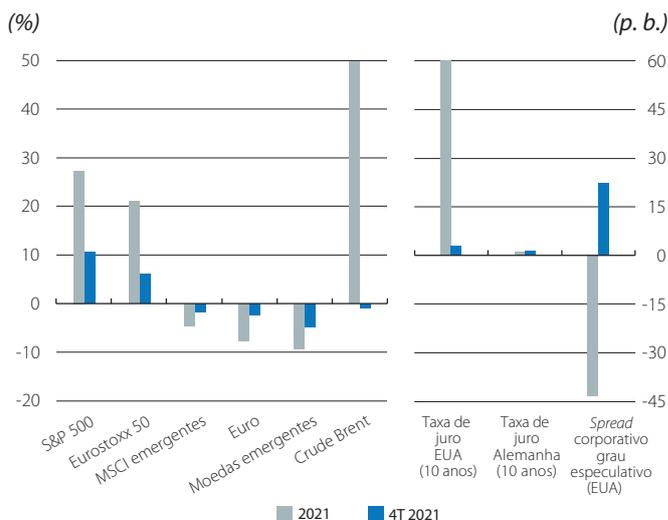
### A Fed acelera o tapering e prevê três aumentos de taxas em 2022.

Na muito aguardada reunião final do FOMC, a Fed dissipou as preocupações dos investidores e delineou os principais aspetos do seu roteiro a médio prazo. Com um tom mais *hawkish* do que é habitual, o banco abandonou o conceito de transitoriedade para descrever uma inflação elevada e admitiu o erro nas estimativas iniciais. Além disso, tendo em conta o forte crescimento da atividade económica, previu que, em 2022, seria possível alcançar o pleno emprego. Sob estas premissas, a autoridade monetária decidiu manter a taxa de juro de referência na ordem dos 0,00%-0,25%, e fez dois anúncios importantes para os investidores. Anunciou que a partir de janeiro irá acelerar o ritmo do *tapering* (o ritmo de redução das compras mensais será de 30 mil milhões de dólares) e antecipará o fim das compras de ativos líquidos para março. Também, no *dot plot* refletiu-se como a maioria dos membros do Comité defenderia agora três aumentos de taxas em 2022 (no BPI Research esperávamos dois) e mais três em 2023, elevando a taxa média oficial para o intervalo entre 1,50% e 1,75%. O posicionamento menos acomodaticio da Fed favoreceu uma mudança ascendente na curva de taxas dos EUA, com a rentabilidade dos títulos do Tesouro a 10 anos a situar-se acima de 1,50% (+60 p.b. acumulados no ano).

### O BCE também realizará um tapering, mas ao estilo europeu.

Tal como nos EUA o bom desempenho da economia da zona Euro e a persistência nas pressões inflacionistas permitiram ao BCE anunciar o seu plano de redução de compras de ativos

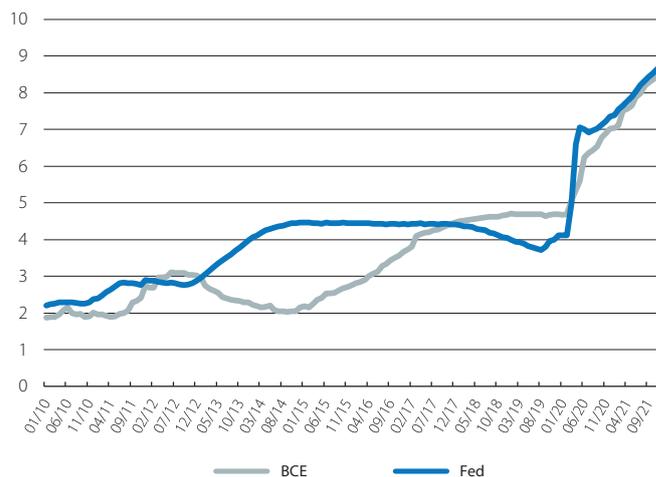
### Variáveis financeiras selecionadas: variação em 2021 e no 4T 2021



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

### Balço dos bancos centrais

(Biliões de euros e dólares)



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

### Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

líquidos até 2022, embora com um objetivo consideravelmente menos agressivo do que o da Fed. Em particular, antecipou uma redução no ritmo de compras do PEPP (provavelmente para 50.000 milhões de euros por mês) no 1T 2022 e a sua cessação no final de março. Entretanto, planeia aumentar as compras de ativos líquidos do APP no 2T e 3T para 40.000 e 30.000 milhões de euros, respetivamente, para regressar aos 20.000 milhões em outubro. No total, o balanço do BCE aumentaria em 480.000 milhões de euros em 2022, menos de metade do adquirido em 2021. Relativamente à inflação, Christine Lagarde salientou que esta permanecerá elevada durante a primeira metade de 2022, estabilizando abaixo dos 2% em 2023 e 2024. Também se manteve inalterado o *forward guidance* que colocaria a primeira subida das taxas no final de 2023. Apesar destas declarações, o aumento do IPC da zona Euro em dezembro e o avanço das pressões inflacionistas levaram alguns investidores a antecipar um possível aumento da taxa de depósito para o final de 2022, o que fez subir a rentabilidade das curvas soberanas alemãs e periféricas.

**O petróleo volta a estar cotado em alta.** Após um declínio significativo em novembro, o preço do Brent em bruto recuperou para 78 dólares em dezembro e acumulou uma valorização de 50% durante o ano. A publicação de relatórios que reduziam os prejuízos económicos resultantes da ómicron, o declínio dos inventários de petróleo bruto dos EUA e a oposição da OPEP e dos seus aliados em modificar os seus planos de produção a pedido de várias potências mundiais serviram de base ao aumento do preço do barril no último mês do ano. No mercado cambial, a força da economia dos EUA, associada às medidas anunciadas pela Fed, continuou a apoiar a força do dólar face às restantes moedas. O euro terminou o ano no seu valor mais baixo em 17 meses (-6,9% face ao dólar). Do mesmo modo, o conjunto das moedas emergentes também viu a sua depreciação aumentar no quarto trimestre, com especial destaque para a lira turca, que cedeu mais de 30% em relação ao dólar no mesmo período.

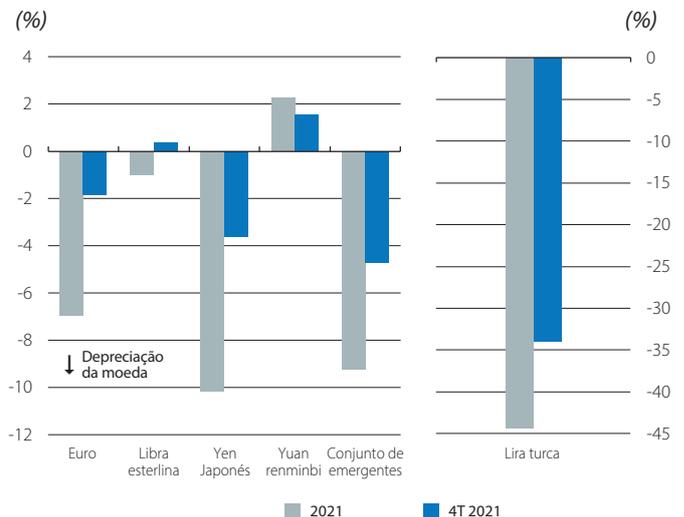
**As bolsas consolidam um ano de fortes ganhos.** A relativa melhoria do sentimento dos investidores encorajou os principais índices bolsistas em dezembro, os quais, para além de terem terminado o mês com ganhos generalizados, marcaram o fim de um ano de ganhos relevantes. Nem as pressões inflacionistas, nem o recorde de contágios da variante ómicron, nem os anúncios da retirada de incentivos financeiros impediram que o S&P 500 (em máximos históricos) e o EuroStoxx50 (+26,9% e +21,0% ano, respetivamente) atingissem, em 2021, o seu terceiro melhor registo de ganhos anuais num século. O forte desempenho dos setores tecnológico, energético e financeiro e a melhoria dos lucros empresariais, acima das previsões, foram os principais catalisadores para a ascensão da bolsa na reta final do ano. A nota menos positiva ficou a dever-se aos índices dos países emergentes (o MSCI Emerging Markets, -4,6% no ano) cujo desempenho esteve toldado pelo menor ritmo de recuperação após a pandemia e a interferência de riscos idiossincráticos.

### Petróleo: preço do barril de Brent (Dólares por barril)



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

### Moedas face ao dólar



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

### Principais bolsas internacionais Índice (100 = janeiro 2020)



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

## Política monetária nos emergentes: dias difíceis à vista

O período posterior ao irromper da COVID foi protagonizado pela redução das restrições às deslocações, pela dinamização da atividade económica e pela introdução das vacinas. Mas o ciclo de recuperação também veio acompanhado da subida rápida dos preços das matérias-primas e da formação de estrangulamentos na cadeia de abastecimento. A soma destes aspetos influiu no ritmo de recuperação dos países emergentes, eminentemente desigual, alimentando a subida da inflação num grande número destes países. Perante este cenário, desde a primavera de 2021, muitos dos seus bancos centrais começaram a apresentar a mudança das suas estratégias monetárias para um cenário menos favorável, antecipando-se ao movimento nos países desenvolvidos.

### Fatores por trás da atuação dos bancos centrais

Se nos detivermos a entender o porquê da resposta das autoridades monetárias no cenário atual, encontramos vários desencadeadores de relevância. Em primeiro lugar, a depreciação das suas moedas nos momentos de maior incerteza devido à pandemia. Convém mencionar que os bancos centrais destes países costumam reagir de forma mais notável perante variações na taxa de câmbio das suas moedas do que os das economias avançadas.<sup>1</sup> Em segundo lugar, e como apontávamos anteriormente, o rápido aumento das taxas de inflação. Já no 2T 2021, num terço destes países (como, por exemplo, Turquia, Rússia, Brasil, México, Índia, Filipinas, Hungria e Polónia) o IPC situava-se acima do objetivo de inflação dos seus bancos centrais,<sup>2</sup> resultado principalmente do aumento dos preços dos alimentos e da energia, bem como da composição dos seus cabazes de preços<sup>3</sup> (veja-se o primeiro gráfico).

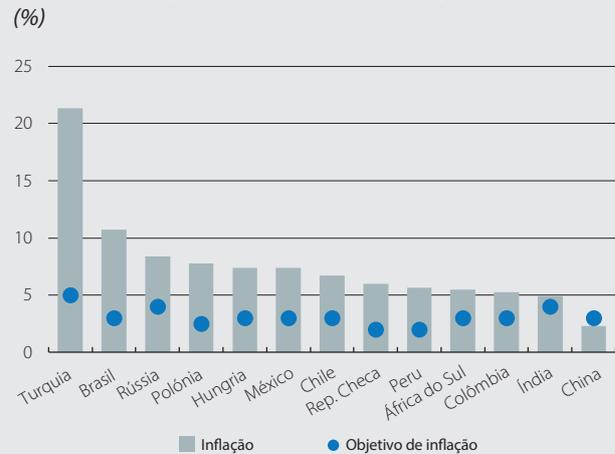
Em terceiro lugar, a pressão do aumento dos défices fiscais, que cresceram durante a pandemia, sobre as já de por si avultadas dívidas soberanas de alguns países (como a África do Sul e o Brasil), bem como a sua premente necessidade de financiamento. Apesar de nos últimos anos ter crescido o número de países que se puderam endividar em moeda local, alguns deles ainda têm uma elevada percentagem da sua dívida externa em dólares, o que os expõe acentuadamente aos movimentos na política da Fed. Finalmente, estariam as motivações de cada banco central emergente de adiantar a sua

1. Esta função de reação viu-se modificada com o desenvolvimento dos mercados financeiros destas economias, embora ainda seja maior que nas avançadas. Veja-se: «Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence (bis.org)» e «The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19 (rba.gov.au)».

2. As políticas monetárias em 65% dos países emergentes estão enquadradas em regimes de metas de inflação.

3. Veja-se o Focus «A subida dos preços das matérias-primas e o seu impacto na inflação» no IM09/2021.

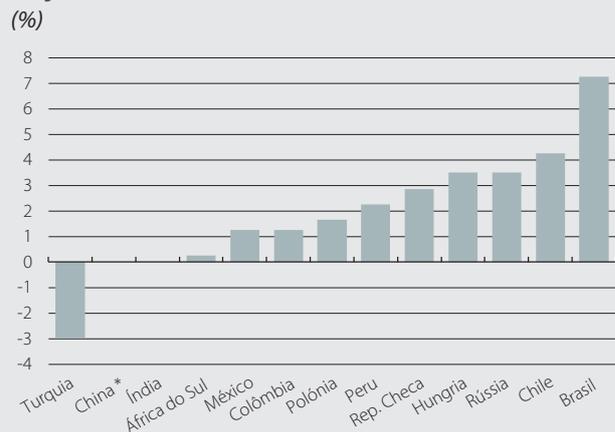
### Países emergentes: taxas de inflação



Nota: Dados a 22 de dezembro de 2021.

Fonte: BPI Research, a partir de dados de bancos centrais e Bloomberg.

### Países emergentes: variação das taxas de juros de referência em 2021



Notas: \* Na China tomou-se como referência as taxas de juros de empréstimos. Dados a 22 de dezembro de 2021.

Fonte: BPI Research, a partir de dados de bancos centrais e Bloomberg.

subida de taxas de juros à da Reserva Federal,<sup>4</sup> para evitar uma intensa saída de fluxos de capital estrangeiro das suas economias e o aumento da tensão das suas condições financeiras (como aconteceu em 2013, quando a Fed anunciou a retirada dos estímulos monetários, *taper tantrum*).

### Política monetária atualmente

Desde o verão, a dinâmica do ciclo de normalização monetária acelerou em inúmeros países emergentes. O melhor exemplo desta circunstância é encontrado nas principais economias da América Latina. As suas autoridades

4. Desde a década de oitenta, inúmeros estudos mostraram que o diferencial entre as taxas de juros dos *treasuries* e os títulos soberanos dos mercados emergentes determinaram, em grande medida, a procura de dívida dos países emergentes.

des monetárias enfrentam a gestão da subida da inflação num contexto em que os governos mantêm a pressão da despesa pública, para combater a pobreza agravada pela pandemia, e em que os aspetos idiosincráticos particulares de cada país<sup>5</sup> alimentaram a instabilidade da taxa de câmbio das suas moedas. Estas circunstâncias levaram a que, por exemplo, o banco central do Brasil tenha protagonizado a maior subida dos taxas de juros a nível mundial em 2021 (veja-se o segundo gráfico). Além disso, a necessidade de ancoragem das suas expectativas de inflação a médio prazo influiu na maioria das decisões dos bancos centrais das principais economias da Europa emergente (Rússia, Polónia, Hungria e República Checa).

Paralelamente, encontra-se o grupo de bancos centrais que ainda não subiram as suas taxas de juros, mas que deixaram as portas abertas a atuações similares nos próximos meses. Este é o caso das autoridades monetárias das principais economias da Ásia emergente (Índia, Indonésia, Filipinas, Malásia e Tailândia) onde a inflação se mostrou mais contida perante a volatilidade dos preços energéticos e das perturbações das cadeias de abastecimento.

Não obstante, existem duas grandes exceções a tais políticas monetárias: Turquia e China. Na primeira, desde setembro o banco central turco está a fazer uma política monetária não ortodoxa (baixou os taxas de juros 500 p. b. até 14%) apesar de a inflação interanual quadruplicar o objetivo de preços do banco central e a sua moeda atravessar um episódio de relevante debilidade. Na segunda, o Banco Popular da China optou por manter sem mudanças a sua política monetária desde o início da pandemia e tem-se apoiado na utilização esporádica de ferramentas alternativas, como a proporção de reservas da banca, para relaxar a apreciação do yuan face ao dólar.

### Política monetária no futuro

Face ao novo ano, todos os indicadores adiantados apontam para que o ciclo de subidas de taxas de juros no bloco emergente se mantenha durante os próximos trimestres. Assim o percebem também os investidores, que antecipam que o ajuste monetário pode ser mais rápido e brusco do que nas economias avançadas. O aumento dos declives das curvas soberanas nos principais países emergentes superiores ao da curva norte-americana, para além de mostrar a sensibilidade à normalização monetária da Fed, antecipa o propósito das autoridades monetárias emergentes de melhorar a sua credibilidade em relação aos investidores, mas sobretudo de manter a continuidade da entrada dos fluxos de investimento para a sua dívida em moeda local.

5. Entre estes aspetos apontaríamos o risco de sustentabilidade da dívida pública no Brasil, a dependência dos fluxos de capital estrangeiro no México, o excesso de défice fiscal no Chile, a instabilidade política no Peru e a pressão da dívida externa na Colômbia.

### Países emergentes: taxas de juros reais (%)



**Notas:** As taxas reais são a diferença entre os taxas de juros da política monetária e a taxa de inflação. Dados a 22 de dezembro de 2021.

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

Nesta ocasião, no entanto, espera-se que a orientação da política monetária da Fed após a pandemia tenha um efeito mais contido sobre as finanças dos países emergentes do que em 2013, devido à composição atual da sua dívida externa, com uma maior percentagem desta em moeda local,<sup>6</sup> como apontávamos anteriormente. Por outro lado, apesar das recentes subidas de taxas de juros, na maioria dos países emergentes as taxas de juros reais têm-se mantido em território negativo e garantem um contexto relativamente favorável para a recuperação económica, aspeto que se espera que se mantenha o próximo ano (veja-se o terceiro gráfico).

O que está claro é que 2022 não vai ser um ano fácil para os bancos centrais dos países emergentes, algo que acontece sempre que a Fed inicia um processo de subida das taxas de juros.

6. As emissões de dívida em moeda local aceleraram após a crise de 2013, pois conferem uma certa proteção às finanças domésticas perante o aumento de tensões externas. Veja-se «The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19 (rba.gov.au)».

**Taxas de juro (%)**

	31-dezembro	30-novembro	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	-0,57	0	-2,7	-4,6
Euribor 12 meses	-0,50	-0,51	0	-0,2	-1,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,64	-0,79	15	7,1	3,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,62	-0,74	12	8,0	9,8
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,18	-0,35	17	39,2	35,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,57	0,40	17	51,8	44,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,47	0,33	14	43,5	38,9
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,21	0,17	4	-2,9	-2,3
Libor 12 meses	0,58	0,38	20	24,1	25,0
Dívida pública a 1 ano	0,38	0,22	16	27,2	27,5
Dívida pública a 2 anos	0,73	0,57	17	61,1	56,6
Dívida pública a 10 anos	1,51	1,44	7	59,7	58,4

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

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	48	57	-10	0,1	1,3
Itraxx Financeiro Sénior	55	68	-13	-4,2	-2,4
Itraxx Financeiro Subordinado	108	130	-22	-3,0	0,5

**Taxas de câmbio**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,137	1,134	0,3	-6,9	-5,8
EUR/JPY (ienes por euro)	130,900	128,320	2,0	3,7	4,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,841	0,853	-1,3	-5,9	-6,5
USD/JPY (ienes por dólar)	115,080	113,170	1,7	11,5	10,3

**Matérias-primas**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	578,3	564,2	2,5	30,3	35,4
Brent (\$/barril)	77,8	70,6	10,2	50,2	64,0
Ouro (\$/onça)	1.829,2	1.774,5	3,1	-3,6	0,8

**Rendimento variável**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.766,2	4.567,0	4,4	26,9	30,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.298,4	4.063,1	5,8	21,0	21,9
Ibex 35 (Espanha)	8.713,8	8.305,1	4,9	7,9	7,0
PSI 20 (Portugal)	5.569,5	5.433,1	2,5	13,7	21,4
Nikkei 225 (Japão)	28.791,7	27.821,8	3,5	4,9	7,5
MSCI emergentes	1.232,0	1.212,4	1,6	-4,6	0,7

## A evolução da pandemia continuará a marcar o ritmo da economia mundial

A variante ómicron complica o início do ano e condiciona o cenário para todo o ano de 2022. Quando pensávamos que o pior já tinha passado, a rápida expansão da variante ómicron relembra-nos que a pandemia está longe de estar controlada. Tudo aponta para um forte abrandamento da atividade no 1T 2022, tanto nas economias desenvolvidas, como nas economias emergentes. Este início de ano débil pode levar a que a desaceleração que esperamos para 2022 possa ser inclusivamente mais acentuada do que a prevista no fecho desta edição da *Informação Mensal*. Portanto, o cenário global volta a estar condicionado pela evolução da pandemia embora os avanços na vacinação, a disponibilidade de retrovirais e a adaptação dos agentes para operar num contexto com restrições e de elevada incerteza possam atenuar o impacto das medidas que devem ser adotadas sobre o crescimento, em caso de novos surtos.

Os estrangulamentos persistirão nos próximos meses. Este agravamento da pandemia prolongará, pelo menos a curto prazo, os problemas das cadeias de fornecimento global, uma vez que a China continua a aplicar uma política de COVID zero. De facto, os custos dos fretes voltaram a subir e é necessário compreender em que medida estas pressões ascendentes sobre os preços são compensadas pela redução da pressão da procura num contexto de abrandamento económico. Vemos um elevado risco de queda da inflação nos primeiros meses do ano a um ritmo mais lento que o esperado, principalmente nas economias avançadas, mas continuamos confiantes numa correção a partir da primavera.

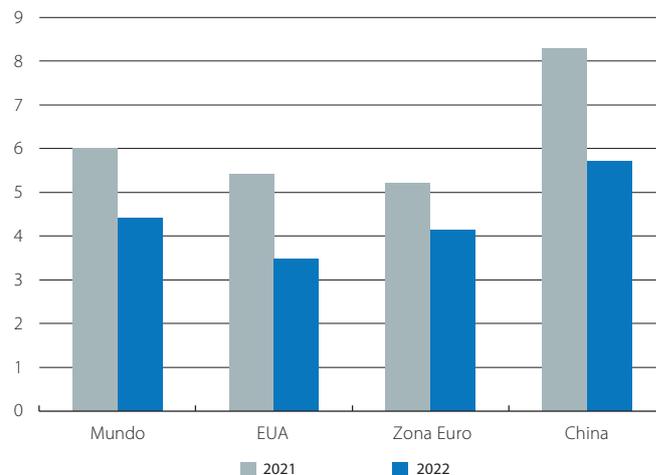
### ESTADOS UNIDOS

A inflação irá marcar a agenda económica em 2022. Os EUA também estão a sofrer um ressurgimento da pandemia e embora neste momento não se verifique um aumento das restrições (como está a acontecer na Zona Euro), representa um fator de risco para o crescimento. Outro elemento que importa vigiar é a inflação, numa clara trajetória ascendente. É precisamente este aumento das perspetivas de inflação que explica a atitude claramente *hawkish* da Fed, apesar dos riscos que a pandemia impõe no cenário de crescimento (ver a secção de Mercados financeiros). Além disso, o custo crescente dos *inputs* perante a persistência de estrangulamentos é agravado pelo aumento dos custos da mão de obra. Neste sentido, destaque para o facto da taxa de atividade ainda se encontrar abaixo do seu nível anterior à pandemia, situação que em parte pode ser explicada por alterações nos padrões de comportamento dos trabalhadores num ambiente pandémico, resultando num número recorde de ofertas de emprego de mais de 10 milhões.

Os trabalhadores poderão estar a aumentar o seu poder de negociação. A título de exemplo, numa recente sondagem da Gallup, 68% dos trabalhadores aprovava os sindicatos, a percentagem mais elevada em 57 anos. Esta crescente «consciência de classe» num contexto de claro desequilíbrio do mercado

### PIB: previsões

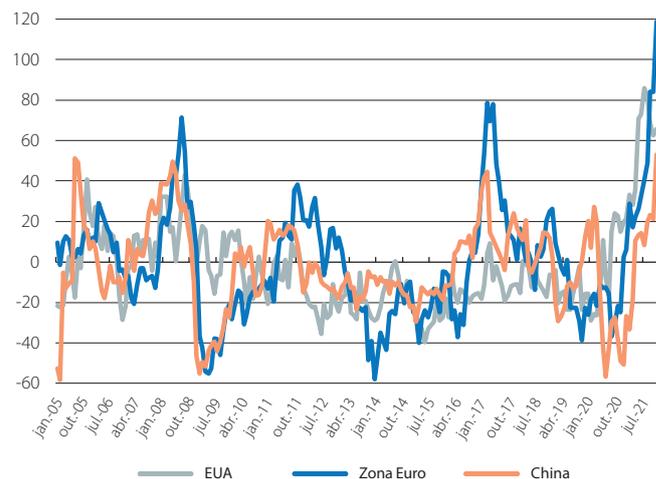
Varição anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

### Índice de surpresas da inflação

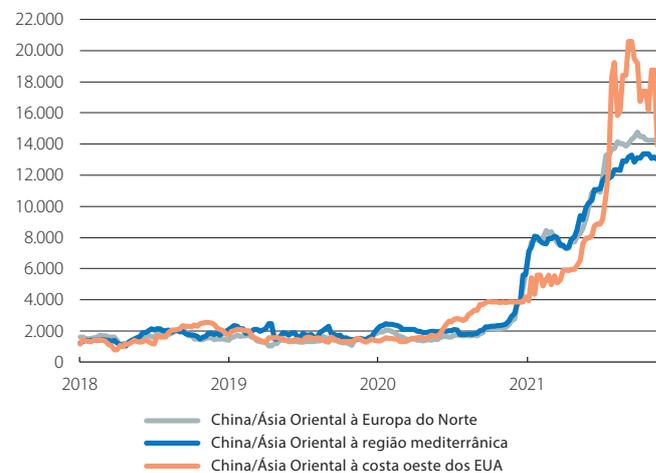
Desvio em relação ao esperado



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

### Custo do envio um contentor

Dólares por um contentor de 40 pés



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

de trabalho explica o facto de estarem a ser exigidos salários atrativos para regressar ao trabalho ou permanecer no mesmo, os quais deverão também garantir o poder de compra no atual contexto de aumento dos preços (a inflação atingiu 6,8% em novembro, o valor mais alto em 40 anos). Será necessário esperar para saber até que ponto o aumento da inflação irá afetar o poder de compra dos consumidores que, por enquanto, continuam a recorrer às poupanças para financiar as suas despesas. No entanto, esta «almofada» já foi utilizada de forma significativa: a taxa de poupança desceu de quase 20% do rendimento disponível em janeiro para 6,9% em novembro, ligeiramente abaixo do seu valor médio anterior à pandemia.

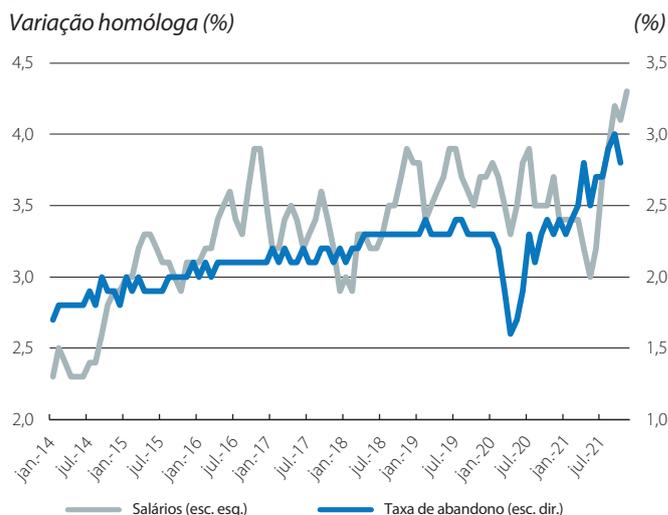
**O novo plano fiscal de Biden encalhou.** Neste contexto, o plano fiscal de Joe Biden de 1,75 mil milhões de dólares *Build Back Better*, centrado no aumento das despesas sociais e medidas climáticas ficou paralisado no Senado devido à falta de apoio do senador democrata Joe Manchin. Esta recusa lança sérias dúvidas sobre se as medidas económicas do plano, tal como são atualmente propostas, podem ser aprovadas.

## ZONA EURO

**A expansão da variante ómicron força o aperto das restrições.** O bom progresso da vacinação não impediu uma preocupante propagação do vírus, forçando a adoção de fortes medidas restritivas num contexto em que persistem problemas ao nível da oferta global. A Alemanha é o país que levanta mais dúvidas devido não só às medidas rigorosas adotadas para conter o vírus, mas também à sua elevada exposição a estrangulamentos: quase 90% do setor industrial apresentava problemas de abastecimento em outubro, em comparação com pouco mais de 50%, em média, na Zona Euro. Além disso, e a nível europeu, é necessário considerar que alguns dos projetos incluídos nos planos nacionais de recuperação desenvolvidos ao abrigo do NGEU podem ter de ser adiados devido à falta de materiais. Por conseguinte, os riscos para o crescimento no primeiro trimestre de 2022 estão claramente em baixa.

**Entretanto, os riscos da inflação a curto prazo estão concentrados em sentido ascendente.** Para além das pressões inflacionistas criadas pelos estrangulamentos, os preços da eletricidade subiram devido ao aumento acentuado dos preços do gás: aumentaram sete vezes desde janeiro e continuam a bater recordes. Este comportamento deve-se ao facto de os inventários de gás estarem em níveis historicamente baixos para enfrentar a chegada do inverno, enquanto as tensões geopolíticas com a Rússia (que fornece 30% do gás consumido na Europa) aumentaram, como resultado da paralisação por parte da Alemanha da certificação para implementar o gasoduto Nord Stream 2. No entanto, a pressão sobre a inflação deverá diminuir após a primavera, à medida que os estrangulamentos globais sejam resolvidos, uma vez que, ao contrário dos EUA os salários na Zona Euro estão contidos. Por um lado, isto deve-se ao facto das convenções na Europa abrangerem longos períodos de tempo e estabelecerem máximos sobre os mecanismos de indicação. Por outro lado, os mecanismos de regulamentação do emprego temporário abrandaram a perda de postos de trabalho, mas à custa de limitar a capacidade dos trabalhadores de exigirem melhorias salariais, aproveitando a reabertura económica. Como resultado, o crescimento homólogo dos salários

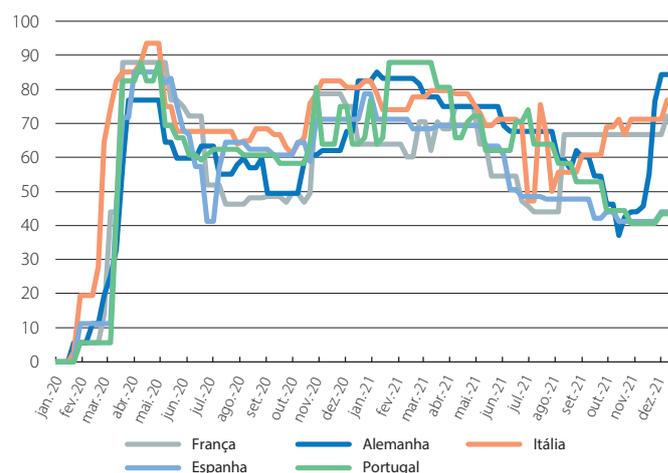
## EUA: mercado de trabalho



**Nota:** Os salários correspondem à média móvel de três meses, crescimento médio (de acordo com os dados da Fed de Atlanta).  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv.

## Zona Euro: índice de restrições

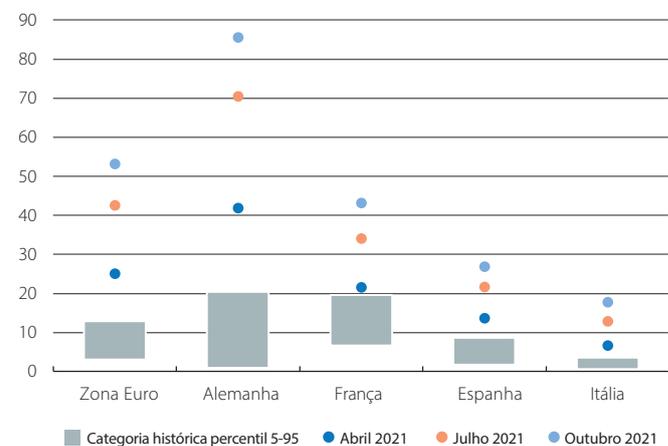
(0 = sem restrições; 100 = restrição máxima)



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

## Zona Euro: escassez de material e/ou equipamentos, fatores que limitam a produção

(% de respostas)



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

negociados caiu para mínimos históricos no 3T. Acreditamos, portanto, que o aumento da inflação será temporário e antecipamos uma redução gradual em relação aos atuais máximos (4,9% em novembro-dezembro). No entanto, a evolução salarial terá de ser acompanhada num contexto em que alguns países começam a reconhecer alguns problemas na procura de mão de obra.

## ECONOMIAS EMERGENTES

### Na China espera-se uma desaceleração significativa em 2022.

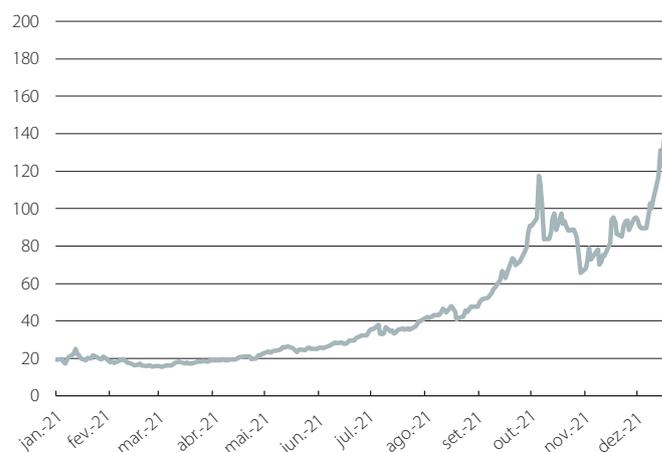
A política de COVID Zero, as restrições energéticas e os problemas do seu setor residencial são alguns dos maiores desafios que a economia enfrenta em 2022. Neste sentido, as medidas adotadas para corrigir os excessos do setor residencial (mais de 12% do PIB chinês), restringindo as possibilidades de endividamento dos promotores, já explicaram a forte correção no setor durante 2021, uma tendência que se manterá ao longo de 2022 (ver o Focus «O setor imobiliário chinês: não é o mesmo 8 que 80», nesta edição da *Informação Mensal*). A necessidade destas medidas justifica-se pelo não pagamento por parte da Evergrande de dois cupões no início de dezembro, o que fez com que a Fitch baixasse a sua classificação para RD (incumprimento restrito).

**As perspetivas para o seu setor externo são mais positivas,** reforçadas pela entrada em vigor desde 1 de janeiro de 2022 da Associação Económica Integral Regional (RCEP, siglas em inglês). É o maior acordo de comércio livre do mundo, assinado pela China e por outras 14 economias da Ásia-Pacífico (a Índia retirou-se em 2019): engloba cerca de 30% da população e do PIB mundial. Em qualquer caso, importa recordar que tanto a política fiscal como a monetária têm margem suficiente para atuar no caso de uma deterioração da atividade maior que a esperada.

**O resto das economias emergentes enfrenta um 2022 com perspetivas desiguais** e condicionadas, em parte, pela sua vulnerabilidade externa. As economias asiáticas são, de um modo geral, as que representam melhores perspetivas, enquanto para a Rússia (2,5% vs. 3,8% em 2021) e, principalmente, Brasil (0,8% vs. 5,3%) prevemos uma desaceleração substancial, em parte como consequência das subidas das taxas de juro iniciadas no início de 2021 para conter a inflação. O México também abrandará substancialmente o seu crescimento em 2022 (3,0% vs. 6,2%), devido ao impacto negativo no investimento da retórica nacionalista do Governo de López Obrador e das subidas das taxas de juro que se espera que ocorram quando a Fed iniciar o seu próprio processo de subidas. Os riscos para o cenário das economias emergentes estão assim concentrados em baixa. O principal fator de risco reside na normalização da política monetária nas economias avançadas, principalmente nos EUA, pela instabilidade que pode ocorrer nalguns países que inclusivamente deverão escolher entre sustentar o crescimento ou evitar a saída de capitais (ver o Focus «Política monetária nos emergentes: dias difíceis à vista», nesta edição da *Informação Mensal*). Entre os mais vulneráveis encontram-se o Brasil, o Egito, a Argentina, a África do Sul e a Turquia. De facto, a Turquia tem feito manchetes nas últimas semanas devido à forte desvalorização da lira e às medidas pouco ortodoxas implementadas para controlar este movimento (ver a secção Mercados financeiros).

### Europa: preço do gás\*

(Euros por megawatt por hora)

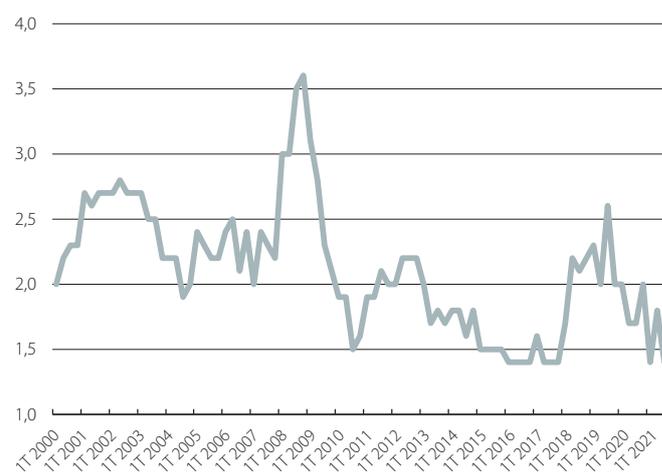


Nota: \* Preço do futuro a um mês da referência de gás da TTF holandesa.

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

### Zona Euro: salários negociados

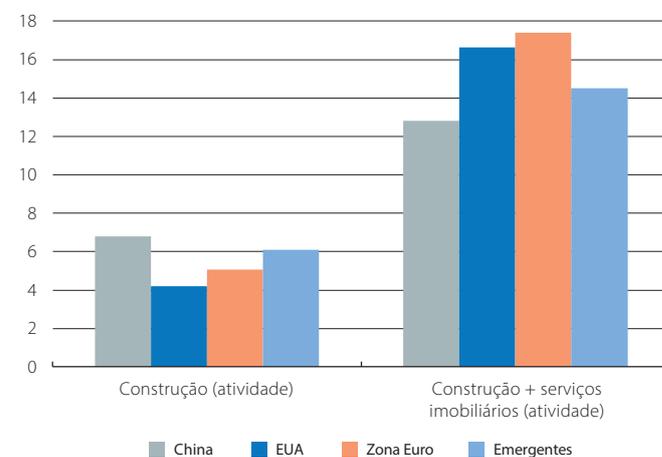
Varição homóloga (%)



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

### O setor da construção: comparação de medidas

(% do PIB)



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

## O setor imobiliário chinês: não é igual 8 ou 80

Imagine o leitor uma economia que só produz uma casa como produto final a partir de três materiais: telhas, tijolos e aço (que também são produzidos a nível doméstico). Esta casa foi vendida ao comprador final por 1.000 yuan e os materiais custaram 800 yuan ao construtor. Que importância tem o setor da construção nesta economia? Poderia dizer-se que a construção representaria cerca de 20% do PIB: ao combinar materiais produtivos e a construção da casa, o construtor acrescenta um valor de 200 yuan à economia. Outra resposta poderia ser que a construção representa 100% do PIB, uma vez que tudo o resto que é produzido está incorporado no produto final que o setor vende. Se a procura por habitação descesse, desceria também a procura pelos materiais de construção.<sup>1</sup> Qual é a resposta correta? Ambas.

No entanto, é importante saber que medida é a mais adequada para calcular os efeitos macroeconómicos de um abrandamento do setor, especialmente no caso da China. Não é em vão que o setor imobiliário chinês é frequentemente descrito como «o setor mais importante do mundo» devido à dimensão que foi ganhando nas últimas décadas no modelo de crescimento do gigante asiático. A crescente urbanização do país, o desenvolvimento do setor financeiro e o apetite de investidores nacionais e internacionais, entre outros fatores, levaram a um *boom* imobiliário nos últimos anos. Para apaziguar este *boom*, precisamente, o Poder executivo do país iniciou uma série de medidas reguladoras.<sup>2</sup> No entanto, a combinação destas medidas restritivas com o elevado endividamento de algumas das maiores promotoras imobiliárias (destacando-se, em particular, a Evergrande, com cerca de 300.000 milhões de dólares em dívida) intensificaram as preocupações sobre o risco do setor. Recentemente, a própria Fed mencionou o seu potencial desestabilizador na economia mundial.

### Quão importante é o setor da construção para a economia chinesa?

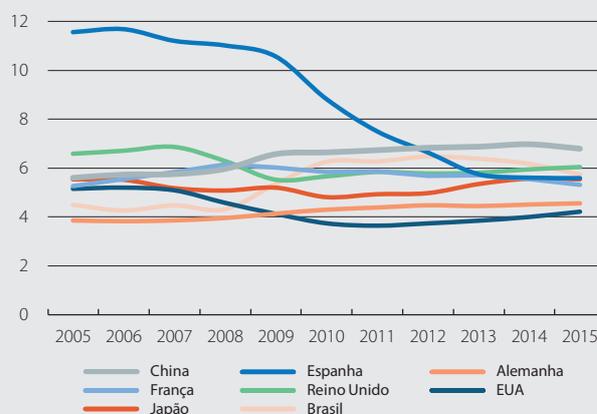
Se consideramos a atividade do setor da construção na China, podemos perceber que a sua importância relativa na economia é considerável (cerca de 7% do PIB), mas não excede de forma significativa o observado em algumas das maiores economias do mundo (consulte o primeiro gráfico). Notavelmente, o peso relativo do setor situa-se

1. Além disso, a produção destes materiais teria exigido matérias-primas como a argila ou o mineral de ferro, o que deveria também ser considerado no cálculo final das contribuições setoriais.

2. Em concreto, foram definidos três critérios de liquidez conhecidos como as «três linhas vermelhas». Estas incluem um limite de 70% no rácio de passivos em relação a ativos, um limite de 100% no rácio de alavancagem líquida e um coeficiente mínimo de 1 no rácio de liquidez (em relação à dívida de curto prazo). Dependendo de quantas «linhas vermelhas» não cumpram, os promotores enfrentam limites diferentes do crescimento da sua dívida e, no limite, podem perder o acesso ao crédito.

### Setor da construção: medida de atividade

Valor acrescentado do setor da construção (em % do VAB total)



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

### China: o efeito de arrasto do setor da construção

(Em % do VAB total) \*



Nota: \* Valor acrescentado de cada setor de atividade gerado indiretamente pela procura do setor da construção (efeito de arrasto).

Fonte: BPI Research, a partir de dados da OCDE e da Goldman Sachs.

abaixo do observado em Espanha nos anos 2000, quando o setor da construção chegou a pesar mais de 10% do PIB.

Por outro lado, se acrescentássemos a este cálculo a atividade dos serviços imobiliários, o peso do setor chegaria a 13% do PIB na China, substancialmente abaixo do observado noutros países (17% em Espanha, EUA e Japão; 18% na Alemanha ou 20% no Reino Unido). Esta diferença pode ser explicada por se tratar ainda de um mercado imobiliário em fase de desenvolvimento, no qual a construção representa uma proporção mais importante do total.

Outra forma de calcular a relevância do setor na economia é analisando o seu peso na procura final. Ou seja, devemos analisar tanto a sua contribuição direta para a produção de bens e serviços como o seu impacto indireto na

procura adicional que gera na economia, através do seu vínculo com outros setores de atividade ou efeito de arrasto. Neste sentido, ao peso direto do setor da construção na procura final da economia chinesa (7%) devemos acrescentar a procura adicional que gera noutros setores, como os serviços imobiliários (0,4%) ou em atividades comerciais e metais básicos (2,0% em cada setor), em atividades financeiras (1,9%) ou bens de equipamento (0,9%) (consulte o segundo gráfico). Na totalidade, o efeito de arrasto do setor da construção chega a 17,5%. Isto implica que, em termos de procura final, chegaríamos a uma estimativa da importância do setor imobiliário na economia chinesa de cerca de 24% do PIB.<sup>3</sup>

Fazendo um exercício similar de efeitos diretos e de arrasto para outros grandes países verificamos que o peso de 24% da China se aproximaria ao de outras economias emergentes e situar-se-ia ligeiramente acima de alguns vizinhos asiáticos, como o Japão e a Coreia do Sul (ambos com 20%). Por outro lado, superaria significativamente o observado noutras economias avançadas, em que o peso ronda os 18% do PIB (consulte o terceiro gráfico).

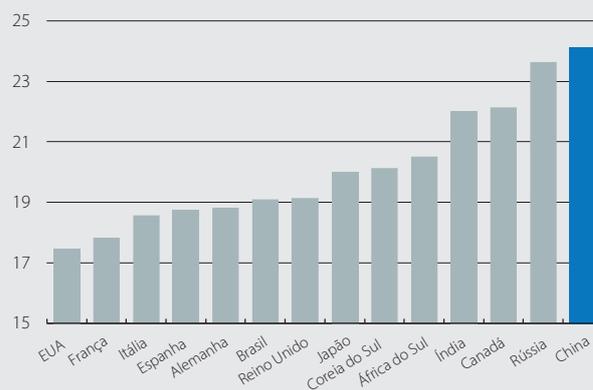
### Que dimensão pode atingir (o efeito) Evergrande?

A médio prazo, a diminuição do investimento na construção já era esperada e pretendida pelo Governo chinês como parte da sua visão a longo prazo para promover a «prosperidade partilhada». Esta redução da importância do setor imobiliário faz parte da mudança de tom (e de velocidade) que esperávamos no modelo de crescimento chinês. Apesar desta desaceleração, é importante também sublinhar que se estima que o investimento imobiliário na China mantenha um bom ritmo, tendo em conta a tendência de urbanização crescente e o rápido crescimento dos investimentos per capita dos cidadãos.

O Poder executivo chinês tentará reduzir gradualmente a «pegada» do setor de construção na economia e evitar um cenário de dificuldades para o setor imobiliário. Por outro lado, os serviços imobiliários poderão ir ganhando mais peso à medida que o mercado chega a uma fase mais madura, o que irá acompanhar a tendência de terceirização (o aumento relativo do peso dos serviços relacionados com a agricultura ou a indústria) da economia. No entanto, existem alguns riscos de que esta aterragem suave se torne

3. Podemos também comparar estas estimativas, por exemplo, com as de Rogoff, K. S. e Yiang, Y. (2020) «Peak China Housing», NBER Working Paper 27697. Seguindo uma abordagem similar, os autores calcularam o peso do setor em 30% em 2014. Neste mesmo ano, a França e o Reino Unido partilharam o segundo lugar, com 20%. O máximo anterior verificou-se em Espanha, no ano de 2006, com um peso do imobiliário de 29% do PIB. Outros analistas, como a Goldman Sachs, apontam a uma «medida ampla» do setor imobiliário chinês entre 18% e 30% do PIB. Salienta-se que uma medida mais precisa poderia situar-se em torno de 23%, excluindo, por exemplo, as infraestruturas, que representam 7% do PIB. Por outro lado, a exclusão da atividade de serviços imobiliários (não incluídos na sua totalidade na nossa medida de procura final) levaria a uma estimativa próxima de 18% do PIB.

### Setor da construção: medida da procura final (% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da OCDE e da Goldman Sachs.

mais turbulenta. Por exemplo, um colapso desordenado de um grande promotor imobiliário poderia afetar a confiança no mercado e levar a uma «paragem repentina» no setor, similar ao ocorrido em 2014-2015, quando o investimento residencial e os preços da propriedade caíram abruptamente num curto período de tempo.

Se só tivéssemos em conta os seus efeitos diretos, uma queda de uma magnitude similar (de 20%) na atividade do setor imobiliário geraria uma queda do PIB em torno dos 5%. Se este abrandamento fosse verificado em exclusivo no setor da construção, excluindo as infraestruturas, a queda associada aproximar-se-ia de 3% do PIB.

No entanto, estas estimativas ignoram os efeitos do contágio financeiro que poderia produzir uma crise imobiliária mais descontrolada e, além disso, não têm em conta medidas de política fiscal ou monetária para mitigar danos na economia.

Por enquanto, apesar da elevada incerteza, o Governo chinês parece empenhado em avançar com as reformas a longo prazo anunciadas e isso aumenta os riscos de que o setor imobiliário passe por um ajuste significativo. Neste contexto, dever-se-á ter em conta o possível contágio internacional, tanto através de um abrandamento da economia chinesa como do contágio financeiro provocado por um abrandamento mais significativo do setor. Este será um tema que analisaremos nos próximos artigos da *Informação Mensal*. No equilíbrio entre a reestruturação do setor e a estabilidade económica do país a curto prazo, será essencial manter a confiança dos compradores no mercado e isolar o máximo possível outros setores de atividade do ambicionado ajuste imobiliário.

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	09/21	10/21	11/21
<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	13,7	13,2	14,9	16,5
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	93,8	99,1	122,1	116,7	109,8	111,6	111,9
Produção industrial	-0,8	-7,2	-4,3	-1,6	14,7	5,6	4,7	5,3	5,3
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	59,0	61,4	60,8	60,2	61,1	60,8	61,1
Habitções iniciadas (milhares)	1.295	1.396	1.575	1.599	1.588	1.562	1.550	1.502	1.679
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	239	249	262	274	277	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	6,8	6,2	5,9	5,1	4,8	4,6	4,2
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	57,4	57,6	58,0	58,5	58,7	58,8	59,2
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,2	-3,6	-3,6	-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	5,4	6,2	6,8
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,6	1,4	3,7	4,1	4,0	4,6	4,9

## JAPÃO

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	-0,2	-4,5	-0,8	-1,8	7,3	1,1	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	33,0	33,3	35,4	37,3	37,8	39,2	39,2
Produção industrial	-2,7	-10,6	-4,2	-1,5	19,9	5,9	-2,3	-2,6	3,7
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	2,7	2,8
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	0,2	-0,1
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	-0,4	0,0	-0,9	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7

## CHINA

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	6,0	2,2	6,5	18,3	7,9	4,9	-	-	-
Vendas a retalho	8,1	-2,9	4,6	34,0	14,1	5,1	4,4	4,9	3,9
Produção industrial	5,8	3,4	7,1	24,6	9,0	4,9	3,1	3,5	3,8
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	51,8	51,3	51,0	50,0	49,6	49,2	50,1
<b>Setor externo</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	421	524	524	621	605	634	634	661	658
Exportações	0,5	3,6	16,6	48,9	30,7	24,4	28,1	27,1	22,0
Importações	-2,7	-0,6	5,7	29,4	44,1	25,9	17,5	20,6	31,7
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	0,1	0,0	1,1	0,8	0,7	1,5	2,3
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	6,4	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	09/21	10/21	11/21
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	2,4	-0,9	1,6	2,6	12,7	2,4	2,6	1,4	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	-1,3	-8,5	-1,4	3,6	23,6	5,9	5,1	3,3	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-15,6	-13,7	-5,5	-4,6	-4,0	-4,8	-6,8
Sentimento económico	103,7	88,2	91,4	95,3	114,3	118,1	117,8	118,6	117,5
PMI indústrias	47,4	48,6	54,6	58,4	63,1	60,9	58,6	58,3	58,4
PMI serviços	52,7	42,5	45,0	46,9	54,7	58,4	59,0	54,6	55,9
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,3	-1,5	-1,8	-1,7	2,0	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego</b> (% pop. ativa)	7,6	7,9	8,2	8,1	8,0	...	7,4	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,2	3,9	4,1	3,9	3,6	...	3,3	...	...
França (% pop. ativa)	8,4	8,0	8,0	8,0	8,2	...	7,7	...	...
Itália (% pop. ativa)	10,0	9,3	9,8	10,1	9,8	...	9,2	...	...
<b>PIB real</b> ( <i>variação homóloga</i> )	1,6	-6,5	-4,4	-1,1	14,4	3,9	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	1,1	-4,9	-2,9	-3,0	10,0	2,6	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	1,8	-8,0	-4,3	1,5	18,8	3,3	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	0,4	-9,0	-6,6	-0,6	17,1	3,9	-	-	-

## 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	09/21	10/21	11/21
Inflação geral	1,2	0,3	-0,3	1,1	1,8	2,8	3,4	4,1	4,9
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,2	1,2	0,9	1,4	1,9	2,1	2,6

## Setor externo

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	09/21	10/21	11/21
<b>Balança corrente</b>	2,4	2,1	2,1	2,8	3,0	3,0	2,9	2,8	...
Alemanha	7,4	7,0	7,0	7,1	7,6	7,4	7,1	9,1	...
França	-0,3	-1,9	-1,9	-1,8	-1,6	-1,3	-0,8	-0,8	...
Itália	3,2	3,4	3,4	3,4	3,8	3,6	3,8	2,4	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup></b> (valor)	92,3	93,8	95,5	95,3	94,9	94,0	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	09/21	10/21	11/21
<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	2,1	2,5	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,4	3,2	3,1	3,1	3,9	4,1	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	1,3	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	8,0	12,9	15,2	16,1	12,4	11,4	11,5	11,1	...
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	1,4	1,0	-0,6	-2,0	-2,5	-1,6	...
Instrumentos negociáveis	-1,9	8,1	15,5	13,8	12,2	9,6	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 externo. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLS. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa 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.

## 2021 o ano da recuperação, 2022 o da consolidação

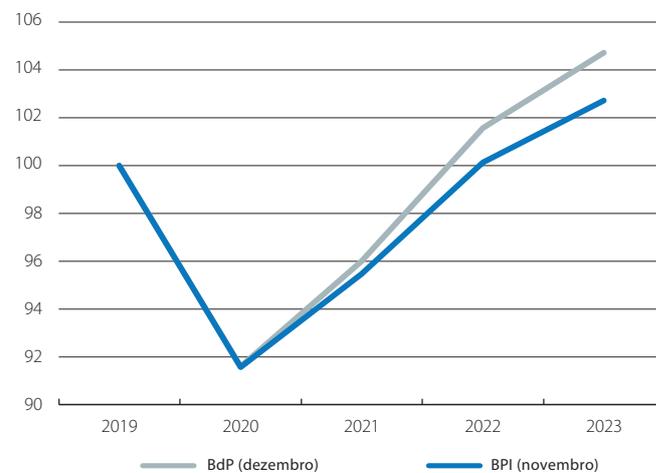
**Economia acelerará ritmo de crescimento em 2022.** A COVID-19 ainda dominou o ano 2021, com um crescimento muito significativo de casos no início do ano e novo confinamento restrito. Depois disso, o processo de vacinação avançou a um bom ritmo, permitindo que chegássemos ao final do ano com quase 90% da população completamente vacinada. Num contexto de menores restrições e perante o sucesso da vacinação, de acordo com as nossas projeções, o PIB terá crescido 4,3% no conjunto de 2021, uma recuperação forte, mas ainda assim insuficiente para compensar a queda histórica verificada em 2020 (-8,4%). Entretanto, o aparecimento da nova variante Ómicron, mais contagiosa, a crise energética e os problemas das cadeias de abastecimento globais vieram ensombrar as perspetivas para o final do ano e princípio de 2022. Ainda assim, esperamos que a economia cresça 4,9% este ano, com o apoio do turismo, dos fundos europeus, e canalização para consumo de poupanças acumuladas nos períodos de confinamento mais restritos. A pandemia, o risco de prolongamento da crise energética e dos problemas das cadeias de abastecimento globais manter-se-ão uma fonte de incerteza, mas o espírito é de confiança: as questões da crise energética e estrangulamentos devem estar resolvidas na segunda metade do ano e a possibilidade de adaptar as vacinas já existentes às novas variantes convidam-nos a pensar que apenas se assistirá a episódios pontuais de maior incerteza, sem um efeito persistente na atividade económica.

**Os indicadores mais recentes sugerem moderação da recuperação no 4T 2021, continuando o consumo a ser o principal propulsor da retoma.** Em novembro, os pagamentos com cartão superavam em 10,7% o homólogo de 2019 e as vendas a retalho 5,4%, apesar da queda do consumo de combustíveis. O setor exportador também se mostra um bom contribuinte para a retoma, sendo que até novembro, as exportações de bens superavam em 18% as de 2019. Outros indicadores, como por exemplo a produção industrial e os voos registados em aeroportos portugueses, mostram que o gap desfavorável face a 2019 permanece, mas que é cada vez menor. Assim, em novembro a produção industrial permanecia 2,8% abaixo de novembro 2019 e os voos registados 13,6% abaixo.

**Mercado de trabalho recupera de forma mais rápida do que a atividade económica.** Em outubro, os dados preliminares apontavam para um nível de emprego claramente acima dos valores pré-pandemia (1,1%, ou seja, mais 52.100 postos de trabalho) enquanto a taxa de desemprego mantinha-se inalterada nos 6,4%. De igual modo, em novembro, o desemprego registado nos centros de emprego caiu em cadeia pelo oitavo mês consecutivo, -1,6% (-13,2% homólogo), mantendo-se, no entanto, acima do período pré-COVID (+13%, +39.900 pessoas). A queda homóloga do desemprego é especialmente acentuada na construção, comércio, atividades imobiliárias, administrativas & serviços de apoio e alojamento & restauração (explicam quase 60% da redução homóloga do desemprego registado). Mas neste último setor, verifica-se um aumento em cadeia considerável, o que pode ser justificado por outubro ter sido o segundo melhor

### Portugal: cenários Banco de Portugal e BPI para crescimento

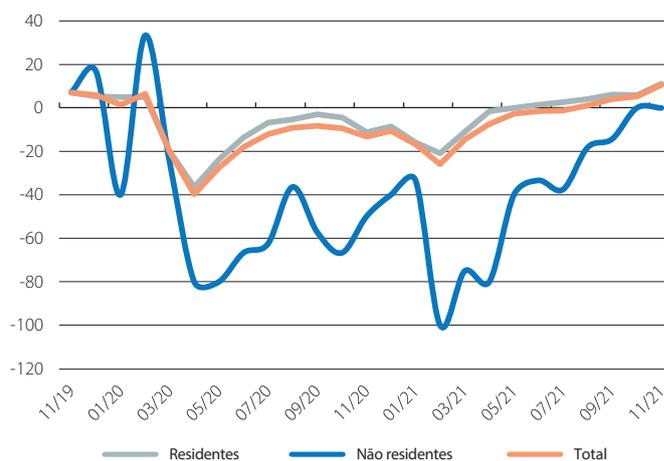
(2019 = 100)



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

### Portugal: evolução dos pagamentos com cartão

Taxa de variação homóloga (%\*)

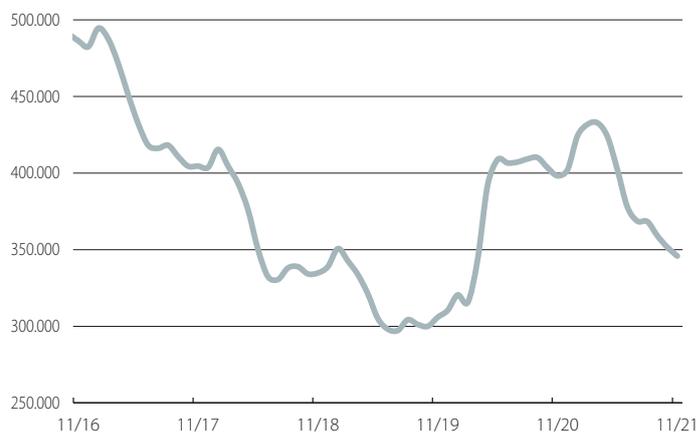


Nota: \* A partir de mar 2021 a comparação é com 2019.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Sibs analytics.

### Portugal: desemprego registado nos centros de emprego

(Número de indivíduos)



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

mês do ano em termos de turismo (contrariamente a anos anteriores). Outro sinal positivo vem do número de ofertas de emprego por preencher, que atingem níveis muito elevados e, nalguns setores, excedem significativamente os níveis pré-pandemia.<sup>1</sup> Assim, as nossas perspetivas continuam positivas, antecipando uma taxa de desemprego de 6,4% em 2022.

**Sector imobiliário continua assintomático.** A pandemia de COVID-19 parece não ter qualquer efeito sobre o mercado imobiliário residencial. Assim, no 3T, os preços das casas aceleraram 9,9% homólogo (+3,6% em cadeia), mais 3,3 p.p. do que no trimestre anterior. De igual modo, o número de transações cresceu 25,1% homólogo (+9,3% em cadeia) e o valor médio transacionado por casa aumentou quase 11% homólogo, para um valor de quase 166.000 euros. Em ambos os casos, número de casas vendidas e valor médio, foram registados os máximos das séries. Os dados mais recentes continuam a apontar para a resiliência do sector no 4T: os dados da Confidencial Imobiliário apontam para um aumento dos preços de 11,7% homólogo em novembro (10,6% em outubro). Para 2022, prevemos um crescimento mais moderado dos preços.

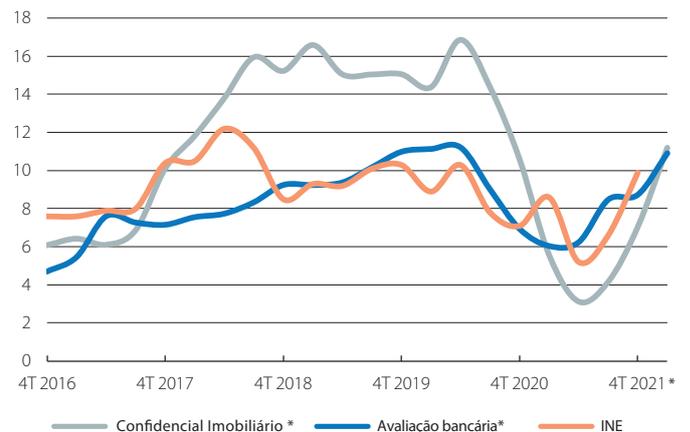
**Inflação acima de 2% tardou, mas ficou.** Este era um tema adormecido, mas que ganhou ênfase ao longo de 2021 com o registar de taxas acima de 2% na zona euro desde julho (4,9% em novembro). Em Portugal o fenómeno foi mais tardio e mais moderado. Dezembro foi apenas o segundo mês consecutivo com inflação acima de 2% em termos homólogos em 2021, com a estimativa rápida do INE a apontar para 2,8% (2,6% em novembro). Apesar da classe dos Transportes ser a única que apresenta taxas homólogas acima de 5% desde há vários meses, potenciada pelo aumento do preço dos combustíveis, em dezembro a grande novidade foi o forte aumento dos preços dos produtos alimentares não transformados: +3,2% (0,8% em novembro). Prevemos que a tendência de aumento do preço destes bens, reflexo do custo das matérias-primas e da energia, siga acima de 2% nos primeiros meses de 2022.

**A pandemia continua a deixar marcas nas contas públicas.** De facto, o défice das Administrações Públicas situou-se em 3,4% de janeiro a novembro, inferior em 1,4 p.p. face a igual período de 2020. A melhoria das contas públicas deveu-se ao crescimento substancial da receita (8,6% homólogo), que beneficiou do aumento da receita fiscal e contributiva (tirando partido da melhoria da atividade económica e do menor impacto das medidas COVID de isenção e prorrogação do pagamento de alguns impostos), recebimento de fundos europeus (+1.299 milhões de euros), receitas do leilão das redes móveis 5G e dividendos da CGD. Por sua vez, a despesa aumentou 5,0% homólogo, destacando-se o aumento substancial das transferências correntes, despesas com pessoal, aquisição de bens & serviços e investimento. O impacto da pandemia continua ainda muito vincado: no total, as medidas COVID atingiram o equivalente a 2,7% do PIB até novembro (2,3% em igual período de 2020). Até novembro, o défice compara mal com o excedente registado em igual período de 2019, destacando-se a comparação adversa das transferências correntes, explicado, em larga maioria, pelas medidas COVID.

1. Para mais detalhe na análise, ver o Focus «Porque faltam trabalhadores em Portugal?», neste IM.

**Portugal: Preços das casas**

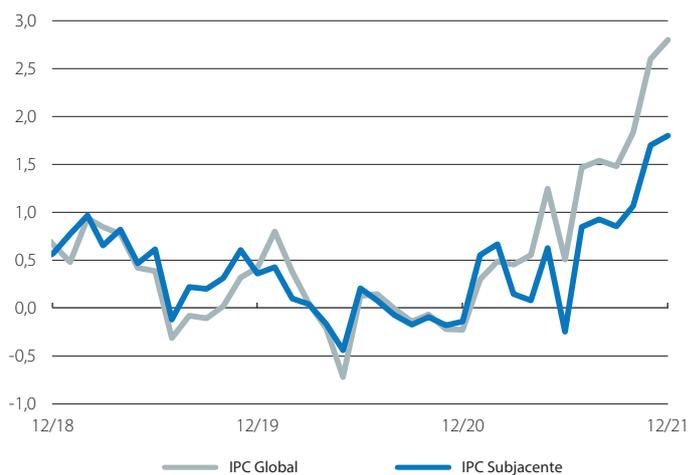
Variação homóloga (%)



Nota: \* Taxa de variação homóloga média em cada trimestre. Para o 4T 2021, está representado a média out.nov. face ao período homólogo.  
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Confidencial Imobiliário.

**Portugal: IPC**

Var. homóloga (%)



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

**Portugal: execução orçamental (janeiro-novembro)**

	2019 (% PIB)	2020 (% PIB)	2021 (% PIB)	Var. 2021 vs. 2019 (%)	Var. 2021 vs. 2020 (%)
<b>Receitas</b>	40,5	40,6	41,9	1,4	1,3
Receita fiscal	23,6	23,4	23,4	-0,2	0,0
Contribuições Segurança Social	10,1	10,8	11,1	0,9	0,2
<b>Despesas</b>	40,2	45,4	45,3	5,1	-0,1
Despesas com pessoal	10,0	11,1	11,1	1,1	-0,1
Transferências Correntes	17,3	20,1	19,9	2,7	-0,2
Aquisição Bens e Serviços	5,6	6,1	6,1	0,5	0,0
Juros	3,9	4,0	3,5	-0,5	-0,5
Investimento	1,9	2,3	2,6	0,7	0,4
<b>Saldo Orçamental</b>	0,3	-4,8	-3,4	-3,7	1,4

Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO e INE.

## Preços da habitação em Portugal: fundações sólidas ou pés de barro?

Ao contrário do que aconteceu em outros setores de atividade, alguns com quebras de volume de negócios de 70%, quando olhamos para o mercado da habitação verificamos que a crise pandémica lhe passou ao largo. No 4T 2020 o número de transações de imóveis superou o período homólogo de 2019 e no primeiro semestre de 2021 as transações superam as ocorridas para o período homólogo de 2019 e 2020. Mais do que isso, os preços da habitação mantiveram a trajetória ascendente que apresentam desde 2015 quer no índice do INE quer no elaborado pela Confidencial Imobiliário. Este movimento dos preços é confirmado também pelo valor mediano por metro quadrado da avaliação bancária no âmbito de processos de crédito à habitação, que em outubro de 2021 ascendeu ao valor mais elevado da série e 17% acima de outubro de 2019. No momento em que todas as curvas (transações, preço e valor) apontam no sentido ascendente, é preciso questionar se este crescimento é sustentável. São sólidos os fundamentos em que assentam estas valorizações?

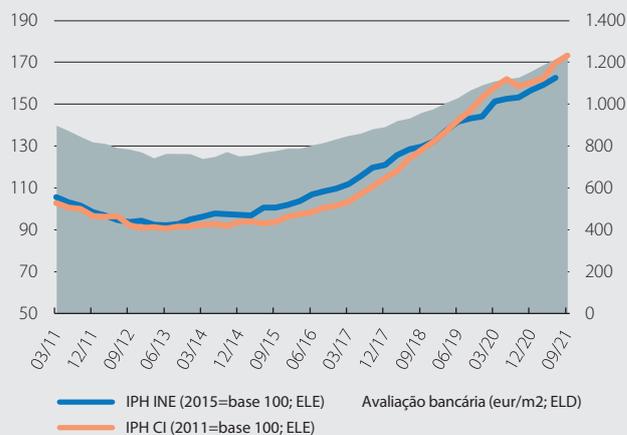
Seria razoável esperar que um aumento de preço dos imóveis servisse de incentivo ao aumento da oferta e a um incremento do investimento na construção de edifícios habitacionais. Um movimento deste tipo poderia conduzir a um excesso de oferta de imóveis. Contudo, dado o longo ciclo de exploração da indústria da construção civil este excesso de oferta não se forma em um ou dois anos pelo que importa olhar para os números atuais numa perspetiva de longo prazo. Autores sugerem aferir a diferença entre o valor da FBCF<sup>1</sup> residencial atual (em percentagem do PIB) face à média dos últimos 20 anos para avaliar a existência de excesso de oferta de imóveis (*housing overhang*).<sup>2</sup> Acumulámos a diferença desde 2015 (ano em que o IPH ganhou impulso ascendente) até 2020 entre o valor anual deste investimento e a média histórica dos últimos 20 anos findos em 2014 (5,5% do PIB). Esta soma resulta num acumulado negativo de -16,9%, sugerindo que não foi gerado um excesso de oferta de imóveis residenciais nos últimos anos, pelo contrário.

Outra forma de aferir se o ritmo de construção habitacional atual é sustentável no longo prazo é analisar o número de fogos construídos face ao número de agregados familiares. Se assumirmos uma taxa de depreciação das habitações de 2% (significando implicitamente que uma habitação dura 50 anos), uma taxa de construção de 20 habitações por cada 1.000 agregados familiares mantém o *stock* de habitações por agregado constante. Sendo

1. Formação Bruta de Capital Fixo

2. Ver o artigo Gros, D., 2007, «Bubbles in Real Estate? A longer-term comparative analysis of housing prices in Europe and the US», CEPS Working Document, No 276 / October 2007.

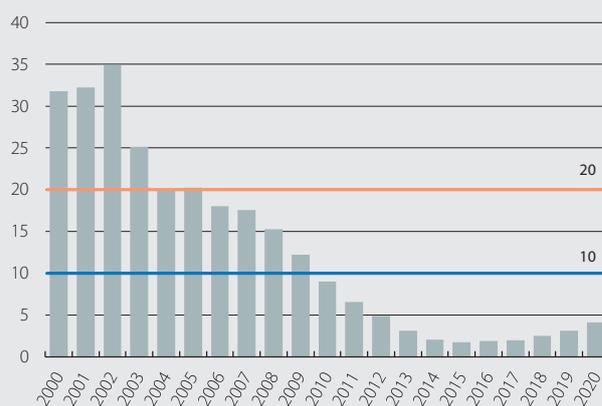
### IPH e Avaliação bancária



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

### Taxa de construção

Nº de novos fogos por 1.000 agregados familiares



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

mais restritivo e considerando uma depreciação das habitações de 1%, é uma taxa de construção de 10 habitações por cada 1.000 agregados que mantém o stock de habitações estacionário.<sup>3</sup> No caso português verificamos que a taxa de construção é inferior aos valores que assumimos como referência: abaixo de 20 desde 2006 e abaixo de 10 desde 2010.

Estes dados apontam para que não existirá de momento um problema do lado da oferta que concorra para pressionar em baixa os preços da habitação. A percentagem de habitações novas na *mix* dos imóveis transacionados, que tem vindo a diminuir de valores acima de 30% até 2011

3. O indicador de Taxa de construção pode ser ajustado tendo em conta, por exemplo, a taxa anual de crescimento da população. Como as taxas anuais de crescimento da população em Portugal na última década têm sido residuais/nulas, optou-se por não realizar nenhum ajustamento.

para valores na ordem dos 15% atualmente, parece confirmar esta ideia.

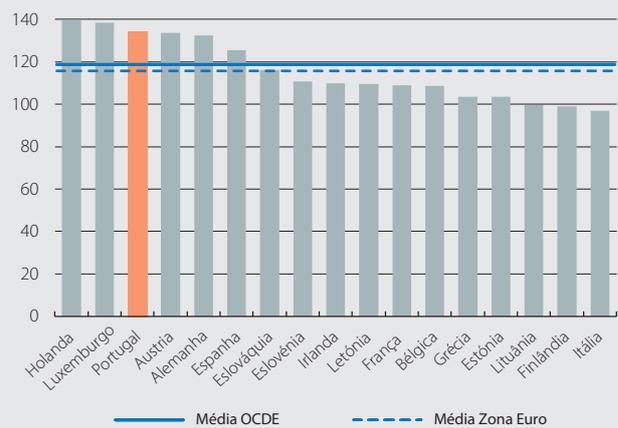
O cenário não é tão animador quando olhamos para a procura, nomeadamente, sob a ótica dos rendimentos das famílias. A OCDE elabora um indicador<sup>4</sup> que relaciona o preço das habitações com o rendimento disponível por habitante e que pode ser considerado como uma medida para aferir se os preços das casas são ou não acessíveis à população. Com os últimos dados disponíveis (2T 2021) o rácio de Portugal (=134) compara mal com os restantes países da Zona Euro, sendo o terceiro pior, e com a média da OCDE (=118,7). Esta pior performance poderá também resultar de um maior desvio face à média nos rendimentos dos portugueses comparativamente a outros países.

Se no rácio *house price-to-income* considerarmos a diferença do valor atual face à média histórica como um indicador de sobreavaliação, verificamos que o indicador atual excede essa média em 12%. Este indicador tem apresentado um forte crescimento desde 2015 (=100), significando que as casas estão a ficar progressivamente menos acessíveis face aos rendimentos da população. De facto, entre 2015 e 2020 o crescimento médio do IPH foi de cerca de 9% ao ano enquanto que o rendimento médio disponível das famílias cresceu apenas a um ritmo de 3% ao ano. Posto de outra forma: em 2015 o valor médio das habitações transacionadas na Área Metropolitana de Lisboa era o equivalente a cinco anos e meio do rendimento médio de uma família portuguesa e em 2020 este valor sobe para seis anos e meio. O ambiente de baixas taxas de juro modera esta pressão na procura: as hipotecas ficam mais baratas. As casas tornam-se também um investimento atrativo face aos depósitos. Para o estímulo do lado da procura em Portugal, e que não está considerado no indicador da OCDE, acresce o facto das aquisições por não residentes representarem já em 2019 13% do valor dos imóveis vendidos, e com preço médio de aquisição superior em mais de 70% aos imóveis adquiridos por residentes.

Estaremos perante uma bolha especulativa? A evolução do preço da habitação e de qualquer ativo pode ser explicado pelos fundamentos de mercado, mas também pela existência de bolhas especulativas: períodos de forte aumento de preço, seguidos de forte correção. No imobiliário ocorrem quando existe uma expectativa de aumento de preço dos imóveis, que leva os participantes no mercado a um «excesso de atividade» por forma a obterem ganhos futuros pelo facto do preço das casas se situar acima do «justo valor». Este comportamento conduz a um aumento explosivo dos preços que domina temporariamente a dinâmica da série temporal. Para aclararmos esta possibilidade aplicámos ao IPH uma metodologia económica<sup>5</sup> que permite detetar e delimitar períodos que podem estar associados a episódios de bolha nas séries. O

4. House price-to-income ratio.

### House Price-to-Income no 2T 2021



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

### GSADF aplicado ao IPH do INE



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

resultado deste teste estatístico está expresso na imagem: sugere que o período após o 3T 2017 poderá indiciar a formação de uma exuberância de preços no mercado da habitação em Portugal. Só a inversão do ciclo de baixas taxas de juro, que cada vez se afigura como uma realidade menos distante, poderá confirmar ou não a diminuição da procura, sobretudo, do apetite pelos imóveis como investimento.

5. Generalized Supremum Augmented Dickey-Fuller (GSADF). Ver o artigo de Phillips, P.C.B., Shi, S, e Yu, J. (2015) «Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500». International Economic Review, 56(4):1043-1078.

## Porque faltam trabalhadores em Portugal?

Embora os indicadores apontem para uma recuperação robusta da atividade económica nos próximos trimestres, alguns fatores podem limitar a velocidade de recuperação da economia. Entre eles, destacam-se as disrupções nas cadeias de abastecimento globais, decorrentes de problemas no transporte e da escassez de algumas componentes, e a crise energética, com o aumento dos preços da eletricidade e o consequente aumento dos custos de produção.<sup>1</sup> Outro fator, que tem recebido menos atenção, mas que também pode limitar a velocidade de recuperação da atividade económica, é o desajustamento entre procura e oferta que se tem vindo a aprofundar no mercado de trabalho. Mais concretamente, as ofertas de emprego não preenchidas têm vindo a crescer de forma consistente desde o final de 2020, superando os 42.800 no 3T 2021, o nível mais elevado da série. Este aumento contrasta com a evolução da atividade económica, que, ainda que tenha recuperado fortemente nos primeiros três trimestres do ano, manteve-se 2,4% abaixo do homólogo de 2019, e também não é explicado pela menor participação no mercado de trabalho, já que a taxa de participação está nos níveis mais elevados desde o final de 2010. De igual modo, as empresas na indústria e construção têm vindo a mencionar que a falta de trabalho é uma limitação à sua atividade.<sup>2</sup>

O número de vagas por preencher aumentou em termos homólogos em todos os sectores de atividade no 3T. No entanto, comparativamente com o período pré-pandemia, ou seja, o 3T 2019, a recuperação é díspar entre os sectores de atividade. Entre os vários sectores para os quais existem dados, o sector do comércio e reparação de veículos destaca-se de forma expressiva: no 3T, havia mais de 11.300 postos de trabalho por preencher (quase 30% do total de vagas), o trimestre com o valor mais elevado da série e mais do dobro do registado no 3T 2019. De igual modo, a indústria transformadora e o sector das TIC registam não só crescimentos homólogos muito positivos (+91,8% e 64%, respetivamente), como também já ultrapassam os níveis pré-pandemia. Por outro lado, sectores como os transportes & armazenagem e alojamento & restauração continuam abaixo do registado no período pré-pandemia (-40,7% e -23,5%, respetivamente), embora em ambos a recuperação esteja a acontecer a um ritmo expressivo, com a variação homóloga a chegar a 14,6% e 147,5%, respetivamente. O caso do alojamento & restauração é ainda mais interessante, porque se excluirmos os dados de 2019, máximos da série e que podem ser justificados pelo sucesso do turismo nesse ano, o valor registado no 3T 2021 é o mais elevado da série, mesmo que a atividade turística tenha ficado abaixo dos níveis de 2019.<sup>3</sup>

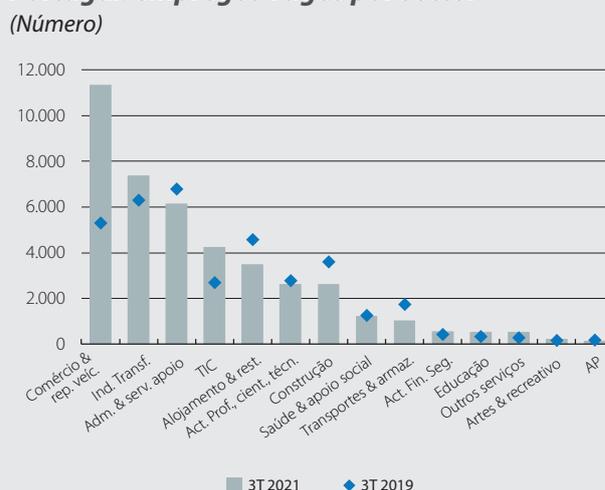
1. Para mais informação, ver «Portugal em 2022, o ano da recuperação completa?», no IM12/2021.  
2. Ver Banco de Portugal (2021). «Boletim Económico: dezembro».

### Portugal: empregos vagos vs PIB



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

### Portugal: empregos vagos por sector



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

Existem vários fatores que podem explicar este comportamento. Um deles prende-se com o desajustamento no mercado de trabalho resultante de uma crescente dissociação entre a formação e as qualificações dos candidatos, que pode explicar o aumento de vagas de emprego por preencher em sectores como as TIC. A escassez de recursos nesta área é particularmente preocupante: a COVID-19 contribuiu para um avanço incrível do trabalho remoto e do desenvolvimento digital, o que aumentou a procura por este tipo de profissionais. Ao mesmo tempo, as empresas estrangeiras têm recrutado em Portugal pessoal qualificado nesta área, tirando partido do recurso ao teletrabalho e agravando a sua escassez. Contudo, este não é um problema identificado apenas em Portugal: em 2019, quase 60% das empresas europeias que procuravam

3. O número de hóspedes nos estabelecimentos de alojamento turístico no 3T 2021 ficou 31,2% abaixo do registado no 3T 2019.

especialistas em TIC consideraram difícil preencher as vagas de emprego existentes e 13,5 milhões de empregos vagos em 2018 e 2019 eram empregos neste sector.<sup>4</sup> Em Portugal, destacam-se os programadores de software e aplicações, e os analistas.

Outra razão pode ser o impacto da pandemia nos fluxos de imigração. De facto, os estrangeiros em Portugal, em larga maioria, ocupam os trabalhos mais precários e exigentes, especialmente em sectores como o alojamento & restauração, as atividades administrativas & dos serviços de apoio e o comércio. O número de imigrantes permanentes estava a aumentar desde 2015, mas, em 2020, sofreu uma queda substancial (-7,7%, o equivalente a menos 5.565 imigrantes), em linha com o retorno aos países de origem<sup>5</sup> e as restrições à mobilidade impostas para atenuar a proliferação da COVID-19. De igual forma, também a população ativa estrangeira caiu em 2020 (-3,5%), contrariando a trajetória ascendente iniciada em 2018. No entanto, e considerando que este fator será temporário, a normalização da atividade deverá voltar a impulsionar estes fluxos migratórios, atenuando o crescimento dos empregos por preencher em sectores como o alojamento & restauração, atividades administrativas & dos serviços de apoio, comércio ou até mesmo na construção.

Por fim, não deixa de ser relevante os receios de contágio da pandemia, afetando de forma mais significativa os sectores que acarretam maior contacto direto com pessoas, como o alojamento & restauração ou atividades de apoio social. É, pois, possível que algumas pessoas anteriormente empregadas nestes sectores, perante o risco sanitário e a elevada incerteza com a implementação de medidas de contenção da pandemia, tenham procurado emprego noutros sectores de atividade. Adicionalmente, não podemos descartar o eventual impacto das alterações dos padrões de consumo na procura por determinados tipos de profissionais: por exemplo, a proliferação do comércio eletrónico terá contribuído de forma muito positiva para a procura e emprego de profissionais no sector dos transportes.<sup>6</sup>

Nos próximos anos, com o processo de transformação e modernização da economia, é esperado um aumento da procura por trabalhadores com determinadas qualificações, especialmente nas áreas STEM,<sup>7</sup> como os analistas de dados, especialistas em *big data* ou especialistas em

clima e meio ambiente. De igual modo, a implementação do PRR num período temporal tão curto poderá potenciar a escassez de recursos humanos, nomeadamente no sector da construção. Ao mesmo tempo, será importante requalificar os trabalhadores que atualmente desempenham tarefas mais rotineiras, visto que parte deste trabalho será automatizado no futuro. De facto, estima-se que cerca de 40% da mão-de-obra que existia na Europa em 2018 terá de adquirir novas qualificações no futuro, porque mais de 20% das tarefas que desempenham atualmente poderão ser substituídas por tecnologia. Esta situação afetará mais as pessoas com salários mais baixos e de baixas qualificações.<sup>8</sup>

Neste sentido, é possível que o desajustamento entre procura e oferta no mercado de trabalho se agrave na ausência de políticas que potenciem a reversão desta trajetória. A empregabilidade dos trabalhadores deve ser melhorada, adaptando o leque de formação académica e técnica às necessidades do mercado ou a criação de programas públicos para aumento das qualificações ou requalificação dos trabalhadores,<sup>9</sup> como o Programa Upskill (para a requalificação de profissionais para as áreas da programação) ou o Emprego + Digital (para a requalificação de pessoas empregadas). Ao mesmo tempo, é importante que as empresas desempenhem também um papel ativo, criando as condições e disponibilizando aos seus empregados formas de requalificarem as suas competências. De igual modo, importa implementar medidas de incentivo para imigrantes, não só para mitigar a escassez de mão-de-obra, como também para compensar o envelhecimento da população portuguesa e diversificar o conhecimento.

4. Ver Comissão Europeia (2021). «Joint Employment Report 2021».

5. De acordo com o BCE, existe evidência de que os trabalhadores estrangeiros terão voltado aos seus países aquando o aparecimento da COVID-19. Para mais informações, ver BCE (2021). «Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic». Boletim Económico 7/2021.

6. De forma semelhante ao que aconteceu nos EUA. Ver McKinsey & Company (2021). «Navigating the labor mismatch in US logistics and supply chains».

7. Sigla em inglês para Science, Technology, Engineering e Mathematics. Estima-se um potencial de criação líquida de emprego entre 2018 e 2030 de 25% na Europa nesta área. Para mais informações, ver McKinsey Global Institute (2020). «The future of work in Europe».

8. Ver fonte da nota 7.

9. Ver OCDE (2021). «ECD Economic Surveys: Portugal 2021».

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2019	2020	4T 2020	1T 2021	2T 2021	3T 2021	10/21	11/21	12/21
Índice coincidente para a atividade	0,9	-5,4	-5,0	-2,5	1,7	3,8	3,7	3,6	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-2,2	-6,9	-2,1	-0,8	25,0	-4,7	-6,3	0,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-14,7	-13,6	-5,0	-1,5	-3,4	-2,7	-2,1
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	15,4	0,7	12,8	47,9	-28,9	-2,5	-23,9	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	-5,7	1,0	0,5	58,3	25,1	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	10,4	8,3	6,0	6,2	8,5	8,7	10,6	11,2	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-76,2	-76,2	-86,7	-74,2	-38,7	-9,8	21,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-19,5	-19,1	-9,9	5,5	9,8	11,8	14,0
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-1,9	-7,5	16,0	2,8	3,2	10,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,2	-6,1	-5,5	-1,0	4,3	6,8	6,5	6,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-26,2	-24,4	-17,3	-13,6	-10,9	-13,3	-16,4
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	1,2	-1,9	-1,2	-1,3	4,5	4,7	2,9	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	7,0	7,3	7,1	6,7	6,1	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	10/21	11/21	12/21
Inflação global	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,8	1,5	1,8	2,6	2,8
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	0,5	0,2	0,9	1,1	1,7	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	10/21	11/21	12/21
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,3	-10,3	-8,0	9,5	13,4	14,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-14,8	-14,8	-15,7	1,8	10,2	13,1	...	...
<b>Saldo corrente</b>	0,9	-2,2	-2,2	-2,1	-1,5	-1,9	-2,1	...	...
Bens e serviços	1,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,8	-4,2	-4,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,3	1,3	1,4	2,3	2,3	2,5	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	2,8	0,0	0,0	0,1	0,5	1,2	1,1	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

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

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.

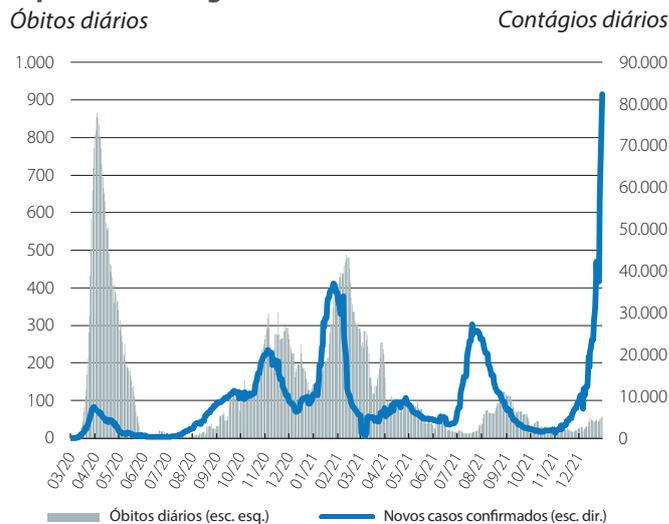
## 2022, o ano para sustentar a recuperação da economia espanhola

**2021, uma recuperação intensa, mas incompleta.** Após o colapso sem precedentes da economia no ano anterior, desencadeado pela crise da COVID-19, em 2021 assistimos também a uma recuperação histórica do PIB. Graças à ampla implementação da vacinação que facilitou o levantamento das medidas restritivas e o apoio das políticas económicas, em 2021, o PIB avançou 4,8%, de acordo com as nossas estimativas, a taxa mais elevada desde 2000. Contudo, este ritmo de crescimento é inferior ao esperado no início do ano e, no final do ano, o nível do PIB mantinha-se 4,6% inferior ao do último trimestre de 2019. A recuperação incompleta dos fluxos turísticos internacionais e do consumo doméstico, apesar das poupanças elevadas acumuladas durante as restrições, amorteceram a força da recuperação da economia espanhola em comparação com as outras grandes economias da zona Euro. O fosso gerado pelo surto da pandemia foi colmatado no mercado de trabalho com uma recuperação mais rápida e intensa do que no caso da atividade, o que permitiu alcançar já em julho os níveis pré-pandémicos em termos de emprego efetivo (trabalhadores que não se encontram numa situação de ERTE). O ano encerrou com um número recorde de membros de 19.825 milhões, ou seja, mais 776.478 do que em dezembro de 2020 e mais 416.373 do que no final de 2019. Além disso, o número de trabalhadores na situação de ERTE, em 31 de dezembro, caiu para 122.672, ou seja, menos 580.136 do que um ano antes.

**A Ómicron mancha o início de 2022.** A sexta vaga, com a irrupção da variante ómicron, que é mais contagiosa do que as anteriores, fez disparar a incidência acumulada, gerando incerteza e a reintrodução de algumas restrições. No entanto, embora a incidência acumulada tenha ultrapassado 2.000 infeções por 100.000 habitantes nos primeiros dias do ano, graças às elevadas taxas de vacinação (a dose de reforço começou a ser administrada) a situação epidemiológica permaneceu mais controlada do que durante as vagas anteriores, tanto em termos de pressão hospitalar, como de mortalidade. Neste contexto, os indicadores mais recentes apontam para um desempenho um pouco menos dinâmico da atividade. Assim, os PMI registaram um abrandamento em dezembro, embora ainda se encontrem na zona de expansão (acima de 50). O PMI da indústria caiu para 56,2, o valor mínimo em 10 meses, de 57,1 em novembro, atingido por problemas de abastecimento e uma moderação dos novos pedidos. De igual modo, o PMI dos serviços situou-se nos 55,8 em comparação com os 59,8 do mês anterior, sentindo o impacto da variante ómicron na atividade do setor, especialmente nas empresas de restauração e lazer, que sofreram cancelamentos de reservas.

**A inflação terminou o ano de 2021 em máximos de três décadas.** Em dezembro, a inflação voltou a surpreender em alta e ascendeu a 6,7% (5,5% em novembro), o valor mais alto desde 1989, enquanto a inflação subjacente atingiu 2,1% (1,7% em

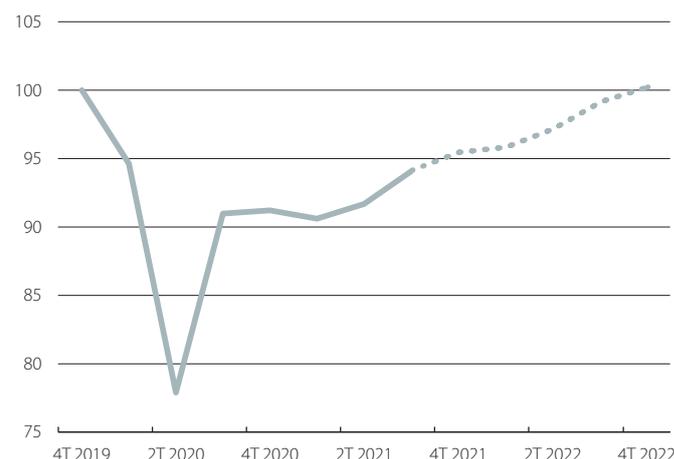
### Espanha: contágios e óbitos diários



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

### Espanha: PIB

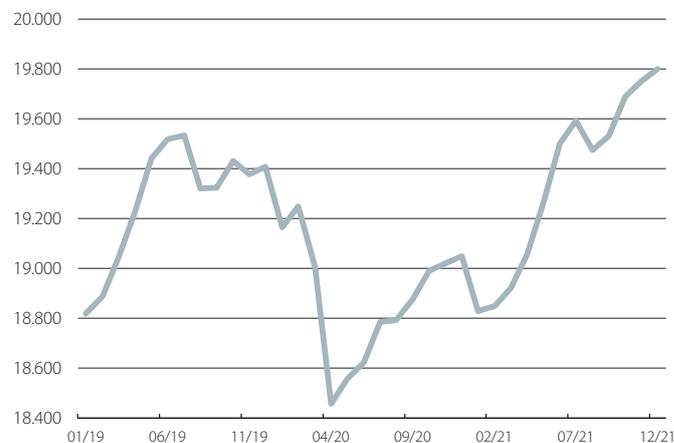
Nível (100 = 4T 2019)



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

### Espanha: inscritos na Segurança Social

(Milhares)



Nota: Dados médios mensais sem sazonalidade.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Segurança Social espanhol.

novembro): é necessário retroceder a 2012 para encontrar uma taxa subjacente tão elevada em dezembro. O principal responsável por esta escalada foi a componente energética, em particular os preços elevados da eletricidade; mas os efeitos de base também influenciaram, em comparação com um ano em que se registou uma queda acentuada dos preços da energia, e estrangulamentos provocados pelo ressurgimento da procura. Embora a inflação ainda se mantenha elevada nos próximos meses, esperamos uma moderação na segunda metade do ano. Embora alguns dos aumentos dos preços da energia possam ser transferidos para os preços dos serviços e bens industriais, que também são afetados por estrangulamentos, não esperamos efeitos de segunda ordem suficientemente graves para provocar uma inflação persistentemente elevada a médio prazo (de momento, os aumentos salariais são moderados, graças à natureza plurianual da negociação coletiva e ao peso reduzido das cláusulas de salvaguarda). Neste sentido, as expectativas da inflação a 10 anos em Espanha continuam fixadas perto dos 2%. Com a cautela exigida pelo contexto atual de elevada incerteza, prevemos que a inflação global permaneça acima dos 5% até meados do ano, antes de se corrigir significativamente quando comparada com a subida acentuada na parte final de 2021. Assim, a média anual em 2022 situar-se-ia em torno dos 4,5%. Por outro lado, espera-se que a taxa de inflação subjacente continue a subir para mais de 3% até meados do ano, com uma taxa média anual de 2,6%.

**O crescimento das receitas favorece a correção do défice público.** O défice público situa-se nos 3,9% do PIB no acumulado dos primeiros 10 meses de 2021 (défice consolidado das administrações públicas, excluindo as autoridades locais). Isto pressupõe uma melhoria substancial em relação ao nível de 2020 (défice de 7,2%), mas ainda assim longe dos registos de 2019 (défice de 1,3%). Os gastos consolidados apresentam um crescimento homólogo de 2,5% (e 13,9% em comparação com janeiro-outubro de 2019), enquanto as receitas recuperaram fortemente (12,6% homólogo e 6,2% em comparação com o mesmo período de 2019) graças ao dinamismo das receitas fiscais. A pandemia continua sem dúvida a exercer um grande impacto nas finanças públicas, mas menos do que em 2020.

**Em 2022, a trajetória de crescimento será consolidada.** Embora a situação epidemiológica continue a ser um dos principais fatores condicionantes no cenário para 2022, prevê-se que a pandemia tenha um impacto decrescente na atividade económica e prevê-se uma aceleração gradual da atividade, com um crescimento do PIB de 5,5% no conjunto do ano, graças a um maior controlo da pandemia, uma recuperação das despesas das famílias com base nas poupanças conseguidas durante as restrições, a recuperação do turismo e a aceleração na execução dos fundos NGEU, num contexto de manutenção das condições financeiras favoráveis. Embora nos meses iniciais do ano a atividade se vá manter um pouco fraca, ainda condicionada pelo aumento dos preços da energia e pelos estrangulamentos, acreditamos que esta situação irá gradualmente diminuir a partir do segundo trimestre de 2022.

**Espanha: indicadores de atividade, PMI**

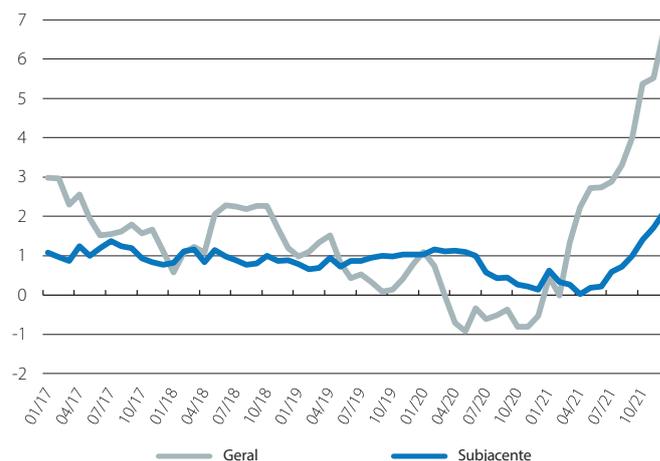
Nível



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

**Espanha: IPC**

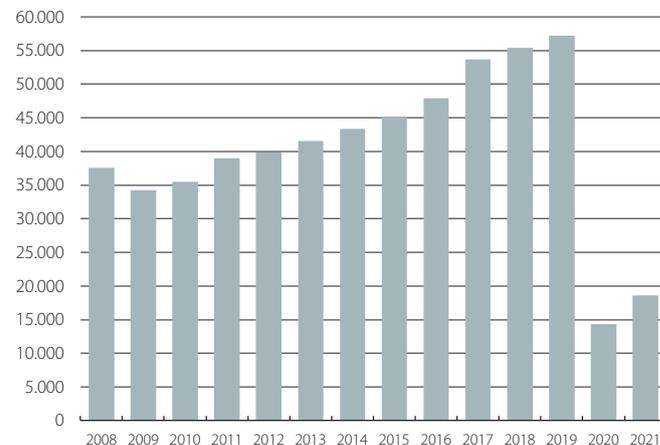
Varição homóloga (%)



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

**Espanha: receitas do setor do turismo**

Milhões de euros



Nota: Dados acumulados de janeiro-setembro.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha (balança de pagamentos).

## A pujança da procura da habitação, uma das surpresas mais positivas de 2021

Num contexto de gradual recuperação da economia espanhola ao longo de 2021, o mercado imobiliário exibiu uma tendência muito positiva, sobretudo no lado da procura. Até outubro, realizaram-se 468.000 operações de compra e venda, o que pressupõe um crescimento de 36% em relação a 2020 e de 8,3% em respeito a 2019; de tal maneira que a atividade vai a caminho de fechar o ano de 2021 com cerca de 545.000 aquisições e vendas, o máximo desde 2008. Nas comunidades autónomas (C.A.), no que levamos de 2021, só há três regiões que ainda não recuperaram os níveis de atividade pré-pandémica: País Basco, muito prejudicada pela crise sanitária, as Canárias e as Baleares, as mais dependentes da chegada de turistas internacionais.

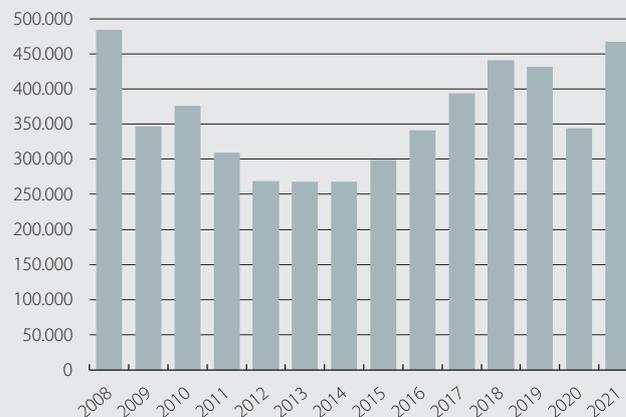
Grande parte desta reativação procede do ressurgimento da procura reservada e da poupança «forçada» acumulada durante os meses de confinamento e fortes restrições de mobilidade que, em combinação com condições de financiamento favoráveis, tornaram mais atraente a compra e o investimento em ativos imóveis. No entanto, com o passar do tempo, alguns dos aspetos que caracterizaram a procura pós-confinamento começam a suavizar: (i) a reativação da procura não só se deve às habitações novas, sendo que as usadas também já se situam acima dos níveis pré-COVID; (ii) tem-se moderado a preferência por viver fora das grandes cidades ou capitais de província; (iii) o tamanho das habitações adquiridas parece ter estancado no T1 de 2021, após aumentar significativamente em 2020; (iv) a percentagem sobre o total das compras e vendas de habitações unifamiliares atingiu o limite no final de 2020, e (v) a procura por parte de estrangeiros vai sendo reativada, sobretudo a partir do verão, após a redução das restrições de mobilidade e a chegada de não residentes.

### Em 2022, os principais fatores determinantes da procura na habitação continuarão a apoiar o setor

Apesar da nova onda de contágios, as perspetivas para o conjunto do ano são favoráveis e esperamos que o mercado laboral mantenha um bom ritmo de criação de emprego; o rendimento disponível das famílias está a dar claros sinais de recuperação e grande parte da poupança acumulada nos momentos mais críticos da pandemia está a ser destinada também ao investimento em habitação; a formação de agregados familiares recupera após a descida que sofreu durante os meses de confinamento; temos confiança que a procura estrangeira por habitação continuará a recuperar e as condições de financiamento continuarão a ser favoráveis. Apesar de tudo isso, o intenso ritmo de crescimento de 2021 não parece sustentável e

### Espanha: compra e venda de habitações

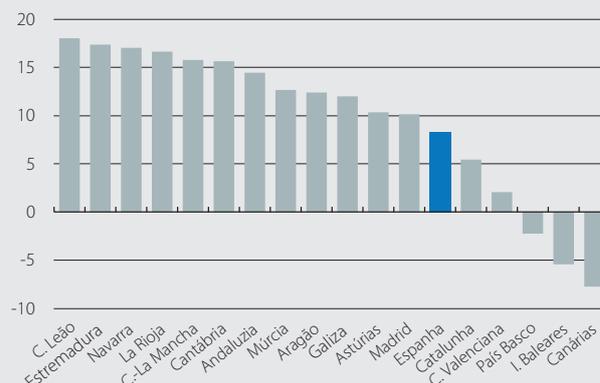
Número de habitações. Acumulado de janeiro a outubro



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

### Espanha: compras e vendas de habitação por C.A.

Varição acumulada em janeiro-outubro de 2021 vs. janeiro-outubro de 2019 (%)



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

certos fatores temporários que impulsionaram a procura em 2021 irão perdendo intensidade em 2022, pelo que esperamos uma moderação para níveis similares aos de 2018-2019, levemente acima das 500.000 transações anuais.

### A oferta está a recuperar, mas poderia ver-se restringida pela escassez de fornecimentos

As certificações de fim de obra mantêm o bom tom de 2020: nos nove primeiros meses de 2021 foram terminadas cerca de 68.600 habitações, o que pressupõe uma subida de 13% em relação a 2020 e de 26% em relação a 2019. No entanto, estes números não refletem a situação atual da oferta de habitações novas, já que se referem a empreendimentos começados, em muitos casos, antes da pandemia. Por seu lado, as licenças de obra nova sobem

até setembro 26% em termos anuais, mas ainda se encontram 4% abaixo dos níveis de 2019.

Em qualquer caso, a manter-se o ritmo atual, terão sido emitidas cerca de 105 000 licenças no conjunto de 2021, números muito semelhantes aos de 2018 e 2019. Além disso, as perspetivas a médio e longo prazo para a produção de novas habitações continuam a ser positivas, tendo em conta a força dos fatores que impulsionam a procura e o efeito dinamizador da chegada dos fundos de reconstrução europeus NGEU, que, no âmbito da habitação, serão destinados à reabilitação e ao aumento da oferta de habitações para arrendamento. Pelo contrário, o encarecimento das matérias-primas e os problemas nas cadeias de fornecimentos poderiam pressupor um abrandamento para a oferta. Segundo dados do Eurostat, os custos do setor estão a crescer em setembro acima de 12% anuais (máximo histórico) e os preços de certos materiais, acima de 16%.

### Os preços da habitação iniciam um percurso ascendente

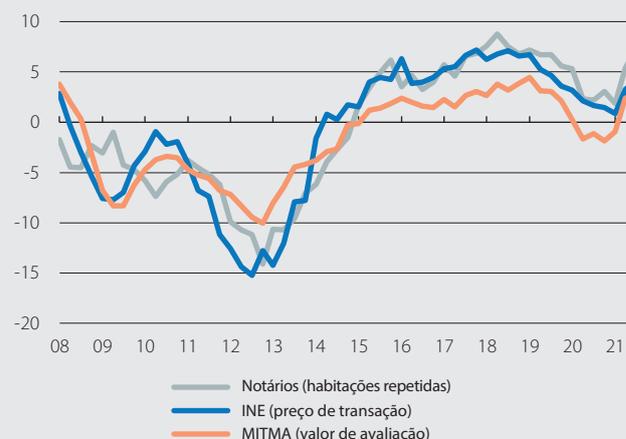
O impulso generalizado da procura e a menor capacidade de reação por parte do setor promotor estão a provocar uma subida nos preços, sobretudo, no segmento de habitações novas. Desde que as taxas homólogas atingiram o mínimo entre o 4T de 2020 e o 1T de 2021 (dependendo do indicador), os preços mostraram uma trajetória ascendente ao longo de 2021, subindo entre 3,3 p. p. (índice de preços do INE) e 5,5 p. p. (índice de preços do Colégio de Notários) até ao 3T de 2021. Assim, os preços encontram-se 6,6% acima dos níveis pré-pandemia, se bem que ainda 12% abaixo dos máximos de 2007 (segundo o índice de preços do INE). Esta tendência observa-se em todas as C.A., embora de forma heterogénea e, além disso, nem todas as regiões superaram ainda os níveis pré-pandemia (Navarra, Aragão e Castela e Leão, entre outras).

A curto prazo, o maior puxão da procura em relação à oferta, o encarecimento dos custos de construção (este efeito está a ser mais persistente do que o esperado inicialmente), bem como a própria inércia que o preço da habitação costuma ter, são fatores que sugerem que esta continuará em alta.

A médio e longo prazo, tendo em conta a ausência de desequilíbrios nos principais determinantes de procura e de oferta, não esperamos que os preços entrem numa espiral de alta preocupante, sendo que, previsivelmente, o seu crescimento estará mais de acordo com a evolução do rendimento das famílias, uma vez diluído o «efeito champagne» da procura, a oferta recupere de forma mais significativa e se moderem os preços das matérias-primas.

### Espanha: índices de preços da habitação

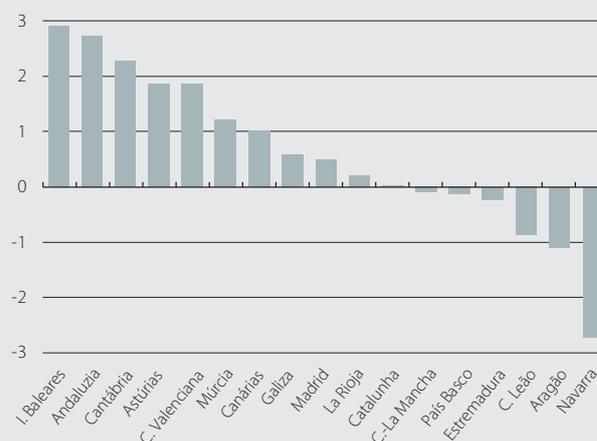
Varição homóloga (%)



Fonte: CaixaBank Research, a partir de dados do MITMA, do INE e do Colégio de Notários.

### Espanha: preço da habitação por C.A.\*

Varição 3T 2021 vs. 4T 2019 (%)



Nota: \* Baseado no valor de avaliação da habitação livre publicado pelo MITMA.

Fonte: CaixaBank Research, a partir de dados do MITMA, do INE e do Colégio de Registradores.

**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	10/21	11/21	12/21
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,7	-9,4	-2,2	3,0	27,9	1,6	-0,9	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-11,0	-7,3	2,5	2,1	5,4	2,4	...
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	51,1	53,0	59,2	58,9	57,4	57,1	56,2
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-19,9	-19,1	-1,8	15,0	24,3	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,5	-17,2	-17,3	0,6	22,2	30,2	...	...
Preço da habitação	5,1	2,1	1,5	0,9	3,3	4,2	...	...	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,9	-72,7	-85,5	-81,3	-52,7	-3,2	27,6	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	43,0	44,3	58,8	59,6	56,6	59,8	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-2,9	-0,4	20,5	-0,3	-0,7	4,9	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,3	-13,2	12,7	661,0	-24,5	-20,5	-12,3	-18,7
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-26,3	-22,1	-11,1	-9,1	-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	3,7	3,8	4,1
<b>PIB</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>17,7</b>	<b>3,4</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	10/21	11/21	12/21
Inflação global	0,7	-0,3	-0,7	0,6	2,6	3,4	5,4	5,5	6,7
Inflação subjacente	0,9	0,7	0,2	0,4	0,1	0,8	1,4	1,7	2,1

**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	10/21	11/21	12/21
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-10,0	-8,1	8,7	15,2	17,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-14,7	-14,0	3,3	13,5	17,1	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>26,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>9,4</b>	<b>11,6</b>	<b>12,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	36,5	16,5	16,5	16,0	17,0	19,7	21,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,3	-7,3	-7,3	-7,6	-7,7	-8,2	-8,4	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>30,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>15,7</b>	<b>19,7</b>	<b>21,2</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	10/21	11/21	12/21
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	8,7	8,9	4,9	4,8	4,9	...	...
À vista e poupança	10,7	12,3	13,7	14,1	9,2	8,9	8,7	...	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-17,1	-20,4	-23,5	-26,0	-27,6	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	11,8	11,2	16,3	15,1	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>5,8</b>	<b>...</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	-0,3	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	7,9	7,8	-0,7	-1,9	-1,9	-1,2	...
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-1,5	-1,0	0,0	0,6	0,7	1,1	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	-0,1	-1,8	-0,7	-1,2	-0,9	-1,6	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	8,8	9,5	17,4	22,7	16,7	12,4	...
<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>0,5</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>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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

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

## A crise energética na Europa

Os preços da energia subiram imenso no segundo trecho de 2021. O gás, o petróleo ou o carvão registaram variações interanuais sem precedentes (+290%, +50% e +47%, respetivamente). Inclusive se tivermos em conta que, durante 2020, estes preços foram invulgarmente baixos devido à menor procura de energia e, se compararmos os níveis atuais com os de 2019, o aumento continua a ser muito acentuado. O que provocou tal situação? Persistirão estes preços a médio e longo prazo?

### A tempestade perfeita no mercado do gás em 2021

Encontramos a origem deste aumento dos preços no mercado do gás. Foi aqui que se concentraram diversos fatores que por si só teriam tido um impacto pequeno nos preços energéticos europeus, mas que conjuntamente os levaram para máximos históricos.

O indicador principal para entender esta situação são os inventários de gás na Europa, cuja dinâmica é muito sazonal. Em 2021, as reservas de gás com as quais a Europa saiu do inverno foram especialmente baixas, devido a uma temperatura algo mais extrema do que o habitual. Durante a primavera e o verão os inventários deveriam ter-se enchido, mas alguns fatores impediram que tal acontecesse. Por um lado, a falta de vento em diversas regiões e a menor geração hidroelétrica forçaram um maior consumo de gás comparativamente a estas outras fontes. Por outro lado, a geopolítica entrou na lide: as importações de gás para a Europa desde a Argélia que passam por Marrocos viram-se afetadas pela rutura das relações diplomáticas entre estes dois países.<sup>1</sup> E, para cúmulo, a Rússia – o principal exportador de gás para a UE com 44% do total em 2020 – reduziu as suas exportações de gás através do gasoduto da Ucrânia por tensões geopolíticas com este país e com o intuito de levar a Alemanha a apressar a autorização da colocação em funcionamento do Nord Stream 2, um gasoduto que permitirá transportar o dobro do gás da Rússia para a Europa.

### Mudança nas previsões de procura de gás durante 2021

Milhares de milhões de metros cúbicos (bcm)

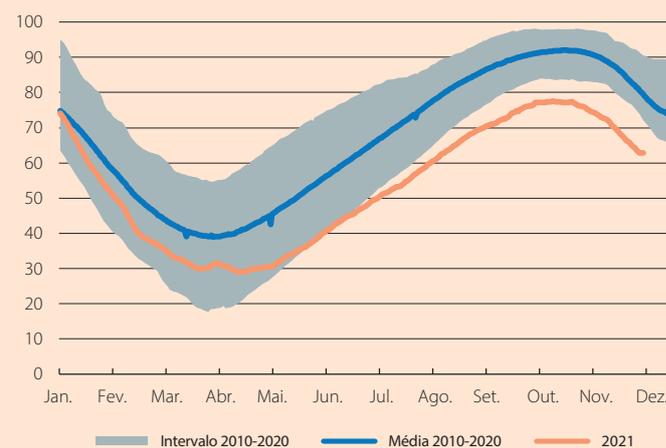


Nota: \* A maior parte desta região corresponde à Rússia.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Agência Internacional da Energia (IEA).

1. As importações europeias de gás natural provenientes da Argélia representaram 11,9% do total em 2020. Destas, aproximadamente 40% fluíram através de Marrocos.
2. 5% das importações em 2020 e 6,3% no primeiro semestre de 2021.

### Europa: reservas de gás (% da capacidade total)



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

Uma das alternativas para depender menos do gás russo e argelino passa por aumentar as importações de gás natural liquidificado (GNL). Este sistema liquidifica o gás na sua origem e, através de navios, pode-se transportar para qualquer porto do mundo que tenha a infraestrutura adequada para voltar a gaseificá-lo. O principal fornecedor de GNL para a Europa são os EUA.<sup>2</sup> No entanto, desde 2020 que a Europa tem um concorrente, a China, que, além disso, explica boa parte do aumento da procura de gás em 2021 a nível global em relação com o que se previa no arranque do ano, em parte por perturbações na geração de energia através de outras fontes como o carvão.

O aumento do preço do gás na Europa viu-se também influenciado pela forte retoma económica. Não em vão, o impulso da recuperação económica em 2021 foi maior do que o previsto, o que também desencadeou a procura de gás na Europa e a nível global (consulte o segundo gráfico).

Por último, outro elemento que está a desempenhar um papel fundamental nesta crise energética europeia foi o aumento do preço para as emissões de gases de efeito estufa (doravante, GEE). Desde 2005, na UE existe um mercado, chamado EU ETS, que determina os GEE que podem ser emitidos por diversos setores económicos, como o elétrico ou o metalúrgico. A quantidade de emissões disponíveis está definida pela UE e reduz-se a cada ano, o que resulta num aumento do seu preço. Dado que no verão de 2020 a UE aumentou o objetivo de redução de emissões para 2030, de 40% para 55%, foi necessário realizar diversos ajustes reguladores na EU ETS para torná-la coerente com a nova ambição climática, como, por exemplo, um maior ritmo da redução de direitos de emissão anual, dos 1,7% anteriores para 2,2%. Neste contexto, o preço das emissões na Europa aumentou dos 30 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> equivalente (€/TCO<sub>2</sub>) compensados em 2020 até aos 80 €/TCO<sub>2</sub> atuais.<sup>3</sup> Este preço tem como objetivo desincentivar a geração energética através de fontes contaminantes e favorecer a geração renovável e limpa, o que em parte se cumpriu. Dado que a combustão do gás emite muito menos GEE do que o carvão ou o petróleo, o aumento de preços das emissões favoreceu o consumo de gás comparativamente ao petróleo ou ao carvão, o que por sua vez aumentou o seu preço relativo.

### Perspetivas a médio prazo no mercado do gás

Em relação a 2022, espera-se que os preços energéticos na Europa se moderem a partir do 2T, tal como apontam as cotações das entregas futuras de gás e petróleo nos mercados financeiros. Sobre o gás, em particular, a principal incerteza será ver com que nível de *stocks* se sai do inverno. Alguns especialistas apontam para que, no caso de o inverno ser mais longo ou com temperaturas mais extremas do que o habitual, a pressão sobre os preços aumente mais ainda. No entanto, com a redução sazonal da procura energética após o fim do inverno, antecipa-se uma queda significativa dos preços do gás na Europa, embora estes se mantenham acima dos níveis anteriores a 2020.<sup>4</sup>

Se observarmos mais além, dois elementos serão fundamentais para compreender a dinâmica do mercado energético a médio e longo prazo. Por um lado, a ambiciosa luta contra as alterações climáticas da Europa é provável que encareça ainda mais o consumo dos combustíveis fósseis. No entanto, dada a sua relativa limpeza comparativamente ao petróleo e ao carvão, espera-se que o gás tenha um papel essencial durante a transição energética. De facto, inclusive no cenário da Agência Internacional da Energia (IEA) onde se atinge a neutralidade climática em 2050, prevê-se um aumento do consumo de gás durante os próximos cinco anos. Mais adiante, isso sim, com o aumento da geração elétrica através de fontes 100% limpas, o consumo de gás deverá descer.<sup>5</sup>

O outro vetor fundamental para o futuro do mercado energético na Europa será a geopolítica. Para satisfazer a sua procura energética, à Europa não lhe resta outra solução senão ser um importador líquido das principais fontes energéticas. Isto gera uma dependência dos países produtores que às vezes pode ser adversa para os interesses europeus, como foi o caso em 2021, com a Rússia e a Argélia. No futuro, circunstâncias como as anteriormente mencionadas podem repetir-se, embora a maior geração energética através de fontes renováveis (como o sol, o vento ou a água) deva aliviar a dependência energética da região.<sup>6</sup>

3. Outro fator que contribuiu para o aumento foi o aparecimento de fundos investidores no mercado das emissões.

4. O preço do gás de referência na Europa, o TTF dos Países Baixos, teve uma média de 18 €/MWh entre 2015 e 2020, ao passo que na segunda metade de 2021 teve uma média de 72 €/MWh e chegou a situar-se nos 180 €/MWh. Por outro lado, os mercados de futuros estimam que a partir de abril este se situará cerca de 80 €/MWh.

5. Neste sentido, o IEA aponta que, para alcançar a neutralidade climática em 2050, não será necessário encontrar novas reservas de gás e petróleo. No entanto, com as políticas e regulamentos atuais (não consistentes em alcançar a neutralidade climática) seriam necessários investimentos de 680.000 milhões de dólares anuais para satisfazer a procura estimada, um montante maior do que aquele que se tem verificado nos últimos anos. Para mais detalhes, consulte International Energy Agency, «World Energy Outlook 2021».

6. No entanto, embora estas três fontes energéticas sejam «ilimitadas» e se possam processar na Europa, os minerais com os quais se fabricam os materiais capazes de obter, gerar e armazenar esta eletricidade não o são (cobre, níquel ou cobalto, entre outros). De facto, alguns académicos e o próprio Fundo Monetário Internacional apontam para que a escassez destes minerais, juntamente com a maior ambição na luta contra as alterações climáticas, possam levar o seu preço a máximos históricos e desacelerar a transição energética para uma economia mais limpa. Consulte Boer, L. *et al.* (2021). «Energy Transition Metals». DIW Berlin Discussion Paper n.º 1976.

## O mercado ibérico da eletricidade: diferentes comportamentos em Portugal e Espanha

A crise energética na Europa levou a uma forte subida dos preços, a qual foi especialmente sentida em Espanha. Não é por acaso que no 4T 2021 o preço grossista da eletricidade no mercado ibérico foi mais de três vezes superior ao do 4T 2018, ano em que foram registados os maiores preços da eletricidade do período 2010-2020. Neste artigo, analisamos as consequências da crise energética atual para os preços da eletricidade, colocando em perspetiva os seus efeitos na fatura da luz em Espanha e Portugal. Para isso, precisamos de entender a estrutura dos mercados grossista e retalhista da eletricidade.

### O mercado grossista da eletricidade

Os mercados grossistas da eletricidade ligam a oferta das empresas produtoras de eletricidade com a procura das empresas distribuidoras. Assim, o seu preço reflete os custos de produção e fornece um sinal importante sobre as condições do mercado de eletricidade.<sup>1</sup> Tendo em conta a relativa falta de elasticidade da procura de eletricidade, os elevados preços atuais refletem principalmente a forte pressão por parte da oferta, que repercutiu em subidas históricas nos preços da energia nos mercados internacionais.<sup>2</sup>

Na UE, os mercados grossistas funcionam no regime de leilão com uma estrutura marginalista. Ou seja, em cada faixa horária, o preço da última unidade de eletricidade contratada para cobrir a procura é o que define o preço de equilíbrio do mercado ao qual são remuneradas todas as empresas geradoras. Esta estrutura de mercado implica que, para satisfazer a procura no mercado grossista, «entrem» em primeiro lugar as tecnologias com custos mais baixos. As centrais nucleares têm essencialmente uma oferta constante a um custo marginal muito reduzido, enquanto as energias eólicas e fotovoltaicas (também com custos muito baixos) têm uma oferta variável ao longo do dia. Os últimos períodos de procura costumam ser satisfeitos com tecnologias mais caras, como o ciclo combinado, que utiliza o gás como principal fonte de energia, ou a energia hidráulica a qual, pela sua capacidade de armazenamento através de represas, pode ser ativada de uma forma flexível.

Sendo todas as energias remuneradas ao preço mais elevado, as que têm custos variáveis mais baixos podem beneficiar de preços elevados, o que atua como incentivo ao investimento em energias renováveis. Em particular, o ciclo combinado é geralmente a tecnologia utilizada no mercado ibérico para cobrir a procura marginal, ao tratar-se de uma fonte de energia com custos variáveis mais elevados e maior flexibilidade de oferta. Esta «dependência marginal» implica que o preço grossista da eletricidade seja determinado principalmente pelos dois fatores principais no custo de produção do ciclo combinado: o gás natural e o preço das emissões de CO<sub>2</sub> da UE. Desde o início do ano, o preço do gás multiplicou-se praticamente por 10 nos mercados europeus, sendo que o preço dos direitos de emissão triplicou para 80 €/tonelada de CO<sub>2</sub> no final de 2021. Assim, a subida do preço grossista pode ser explicada, em grande medida, pela subida de preços em ambos os mercados.

Contudo, se a estrutura do mercado grossista e os preços dos principais insumos de produção são comuns, porque é que as subidas de preços de consumo final foram diferentes entre os países da UE e especialmente acentuadas no caso de Espanha? Por um lado, o *mix* energético é diferente entre países: A Alemanha depende relativamente mais do carvão (24%, face a 2% em Espanha); em França, a energia nuclear cobre uma maior percentagem da produção de eletricidade (67%, face a 22% em Espanha) e em Itália o gás é a fonte dominante para a produção de eletricidade (46%, face a 26% em Espanha). Por sua vez, em Espanha e Portugal as energias renováveis possuem muito mais importância no *mix* energético (43% e 59%, respetivamente), embora a fonte

**Preço da eletricidade no Mercado Ibérico da Eletricidade (MIBEL)**  
(€/MWh)



**Nota:** As previsões dos preços trimestrais a partir do 1T 2022 extraem-se a partir dos preços de contratos trimestrais de futuros de eletricidade para o mercado ibérico cotados a 16 de dezembro de 2021.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do Operador do Mercado Ibérico de Energia (Polo Espanhol, OMI, e Polo Português, OMIP).

1. Este não é o único canal de transação entre empresas distribuidoras e produtoras de eletricidade. Por um lado, algumas grandes empresas são, ao mesmo tempo, produtoras e distribuidoras de eletricidade. Por outro lado, as distribuidoras de eletricidade (ou inclusivamente as empresas com grandes necessidades de consumo elétrico) podem entrar em contratos bilaterais com as empresas produtoras, geralmente a longo prazo, denominados contratos PPA (do inglês, *Power Purchase Agreement*).

2. Ver o artigo «A crise energética na Europa» neste mesmo Dossier.

marginal de energia seja geralmente o ciclo combinado. Isto não é assim noutras economias europeias, visto que vários *mixes* energéticos levam a que a fonte marginal dominante de energia seja diferente.

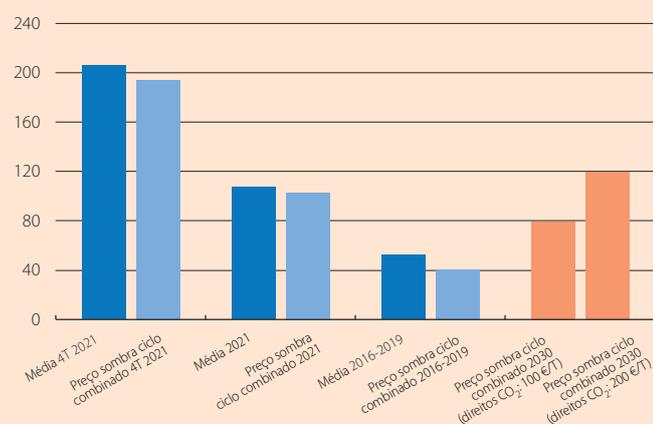
Por outro lado, a transmissão de preços grossistas para os consumidores finais depende da estrutura do mercado retalhista.

### O mercado retalhista da eletricidade em Espanha e em Portugal

Embora Espanha e Portugal partilhem o mesmo mercado grossista os preços da eletricidade, de acordo com os dados do IHPC publicados pelo Eurostat para os consumidores espanhóis, foram 46,7% mais altos em novembro de 2021 relativamente ao mesmo período de 2020, enquanto em Portugal subiram apenas 2,6%.<sup>3</sup> Esta diferença pode ser explicada pelas diferenças na estrutura do mercado retalhista nos dois países.

Em primeiro lugar, a distribuição dos consumidores entre o mercado regulado (cuja formação de preços depende de cada país) e o mercado livre (cujos preços costumam ser muito estáveis para o consumidor) é muito diferente: em Portugal mais de 80% das famílias estão no mercado livre, enquanto em Espanha apenas 60% dos clientes estão neste mercado, estando os outros 40% no mercado regulado.

### Preços grossistas da eletricidade em Espanha (€/MWh)



**Nota:** O preço sombra do ciclo combinado (CC) estima-se a partir de uma aproximação do custo variável (CV) de geração de eletricidade a partir desta fonte de energia (CV = 1,85 x preço do gás natural + 0,4 x preço dos direitos de emissão). O intervalo do preço sombra a 2030 assume que o gás natural voltará à sua média histórica, em linha com as cotações do mercado de futuros TTF.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da OMIE e da Bloomberg.

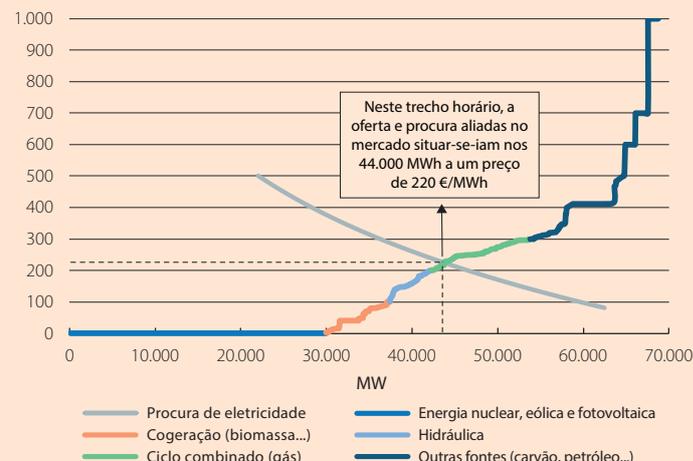
principalmente pela normalização dos preços do gás, tal como indicam os preços futuros cotados nos mercados financeiros. Por outro lado, é provável que o choque observado no mercado de direitos de emissão persista no tempo e, tendo em conta o reforço da ambição climática na UE nos próximos anos, é também provável que o preço das emissões mantenha uma tendência de subida, embora mais moderada. Tudo isto faz-nos pensar que, nos próximos meses, o preço grossista se irá manter acima dos 200 €/MWh, mas que após o inverno, ele deverá começar a descer até se situar cerca dos 100 €/MWh a médio prazo. No entanto, a incerteza continua a ser muito elevada. É muito difícil prever a forma como irá evoluir o conflito geopolítico entre a Europa e a Rússia, mas temos visto que isto tem um impacto direto sobre o custo da energia.

3. Como referência, em França os preços da eletricidade subiram 3,3% neste mesmo período, enquanto na Alemanha subiram 3,1% e em Itália 33,2%. No artigo «Os preços da luz estão estratosféricos. E o valor da sua fatura?» deste mesmo Dossier, analisamos através de dados internos do CaixaBank a variação no pagamento de faturas elétricas para clientes residentes em Espanha.

4. Outro fator importante são as diferenças fiscais entre países. Por exemplo, uma parte importante da fatura da luz em Espanha é composta pelas denominadas «portagens» e «encargos», bem como por impostos. Nos últimos meses, o Governo espanhol reduziu o peso destas componentes na fatura da eletricidade.

### Curvas de oferta e procura de eletricidade no mercado grossista

(€/MWh)



**Nota:** O exemplo indicado neste gráfico baseia-se em curvas reais de procura e de oferta de eletricidade no mercado de atacado ibérico (OMIE), mas tem um objetivo unicamente ilustrativo.

**Fonte:** BPI Research.

Em segundo lugar, o funcionamento do mercado regulado em Espanha e Portugal é diferente. Em Portugal, o preço regulado é definido anualmente pelo regulador de mercado (embora possam existir revisões trimestrais, se os preços grossistas se desviarem das previsões do regulador). Por outro lado, em Espanha o preço regulado, denominado Preço Voluntário para o Pequeno Consumidor (PVPC), varia diariamente em função do preço grossista. Neste contexto, a transmissão de preços do mercado grossista para os consumidores finais e, consequentemente, para a inflação, é significativamente mais imediata em Espanha que noutros países, como Portugal. Neste contexto, uma das reformas do mercado elétrico que está a ser apresentada em Espanha para limitar esta dependência será reduzir a frequência com a qual é ajustado o preço PVPC e fazê-la depender de um leque mais amplo de indicadores.<sup>4</sup>

### Quanto custará acender a luz este ano?

Como foi comentado anteriormente, para 2022 espera-se que as pressões por parte da oferta se atenuem ao longo do ano,

## Os preços da eletricidade estão a disparar. E o montante do seu recibo?

2021 foi um ano turbulento no mercado da eletricidade.<sup>1</sup> Os preços aumentaram de forma alarmante a partir de julho e o ano terminou com o megawatt por hora (MWh) à volta dos 300 euros no mercado grossista.<sup>2</sup> Para reduzir o impacto deste aumento de preços junto dos consumidores, o Governo implementou várias medidas fiscais, como a descida do IVA ou a suspensão temporária do imposto de produção elétrica. Entretanto, as tarifas por períodos de tempo também foram modificadas para incentivar uma utilização mais eficiente da energia. Portanto, a pergunta que se coloca é: qual foi o impacto final nos bolsos das famílias?

Analiamo-lo a partir dos recibos de eletricidade domiciliados na CaixaBank por parte dos clientes particulares.<sup>3</sup> Evidentemente que o recibo da luz de uma casa depende de muitos fatores: a energia consumida, o preço da mesma, os impostos em vigor, a tarifa contratada, etc. Em última instância, o que afeta o consumo das casas é o montante que acabam por pagar em cada momento pelo fornecimento. Apesar de todos os acontecimentos, ao longo de 2021 o montante do recibo da luz médio foi bastante semelhante ao do ano de 2018,<sup>4</sup> ano pré-pandemia, com preços no mercado grossista semelhantes aos do primeiro semestre de 2021. No 1T 2021, o recibo mediano (ou seja, metade das casas pagou um montante menor e a outra metade maior) era de 68 euros, o mesmo montante que no 1T 2018. No 4T 2021, o recibo mediano equivalia a 60 euros, um montante 3,6% inferior em comparação com o recibo mediano no 4T 2018.

### O montante do recibo médio do mercado livre desce e aumenta o do regulado

No entanto, este resultado muda radicalmente se o analisamos em função do tipo de contrato que cada casa tem. No mercado regulado, que corresponde a 39% das casas,<sup>5</sup> o recibo mediano no 4T 2021 equivalia a 54 euros, 13% acima do recibo mediano do 4T 2018 (+28% em relação ao do 4T 2019 e +32% em relação ao do 4T 2020).<sup>6</sup> Por outro lado, no mercado livre, o recibo media-

### Espanha: evolução mensal do recibo de luz médio

Montante (euros)

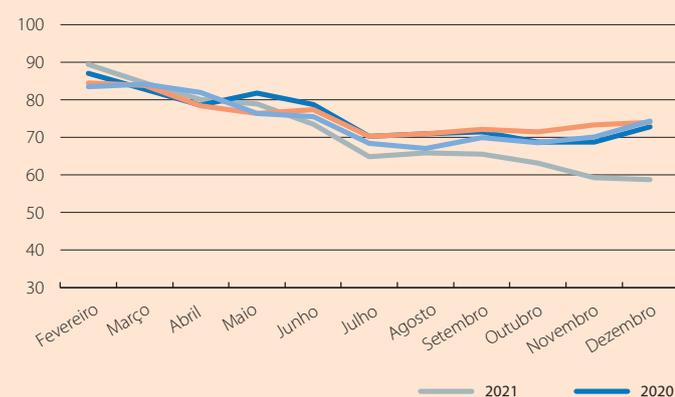


**Nota:** Montantes dos recibos de luz domiciliados de clientes particulares de cada mês (exclui empresas e trabalhadores independentes).

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

### Espanha: evolução mensal do recibo da luz mediano no mercado livre (preço fixo)

Montante (euros)

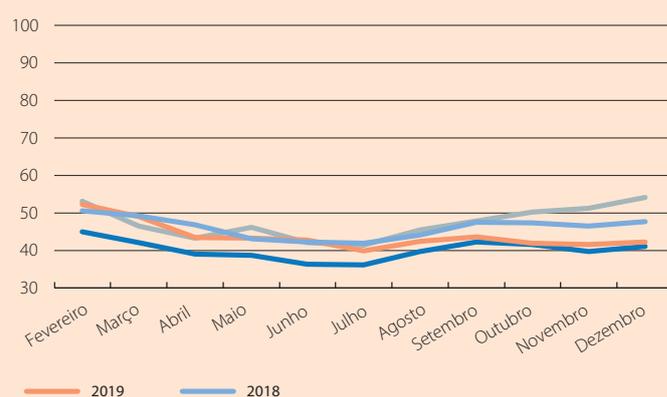


**Notas:** Média móvel de dois meses. Montantes dos recibos da luz domiciliados de clientes particulares de cada mês (exclui empresas e autónomos).

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

### Espanha: evolução mensal do recibo da luz mediano no mercado regulamentado (PVPC)

Montante (euros)



1. Para obter mais detalhes sobre os fatores por trás do aumento dos preços da eletricidade, consulte o Focus «O impacto do aumento do preço da eletricidade na economia espanhola» no IM12/2021.

2. No primeiro semestre de 2021 o preço médio do MWh no mercado grossista era de 60 euros.

3. Para isso, agregamos os montantes dos recibos de luz domiciliados para cada cliente particular em cada mês (excluímos empresas e trabalhadores independentes). Além disso, fizemos a distinção entre os clientes que têm um contrato com uma tarifa livre (normalmente com um preço fixo para a duração do contrato) ou com a tarifa regulada PVPC com uma das empresas que oferecem preços regulados (ver <https://sede.cnmc.gob.es/listado/censo/10>).

4. No valor acumulado do ano 2021, o recibo médio ascendeu a 743 euros, enquanto em 2018 foi de 748 euros (-0,6%, e -5,1% ajustado à inflação).

5. Dos consumidores privados com potência contratada inferior a 10 kW (Boletim de Indicadores Elétricos, novembro de 2021, CNMC).

6. No acumulado do ano 2021, o recibo médio no mercado regulado ascendeu a 579 euros (559 euros em 2018).

### Espanha: variação no recibo da luz do mercado livre (preço fixo)

Variação percentual relativa ao mesmo trimestre de 2018 (%)



### Espanha: variação no recibo da luz do mercado regulado (PVPC)

Variação percentual relativa ao mesmo trimestre de 2018 (%)



**Nota:** Montantes dos recibos de luz domiciliados de clientes particulares de cada mês (exclui empresas e trabalhadores independentes).

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

no no 4T 2021 diminuiu até aos 61 euros, 16% menos do que no 4T 2018 (-18% em relação ao 4T 2019 e -14% em relação ao 4T 2020).<sup>7</sup> Estas diferenças acentuadas devem-se ao facto de, no mercado livre, os preços da energia serem fixos pelo período estabelecido no contrato e só serem atualizados quando o mesmo é renovado, pelo que a redução de impostos beneficiou as casas que têm este tipo de contrato. Por outro lado, no mercado regulado, os preços da energia são variáveis e mudam todos os dias e horas (correspondem ao chamado preço voluntário para o pequeno consumidor, ou PVPC), pelo que os aumentos de preços foram mais rapidamente refletidos na fatura e foram mais elevados do que a redução de impostos.

### Os aumentos no recibo concentram-se nas casas com maior consumo elétrico do mercado regulado

Se o analisamos em função do montante do recibo, observamos como, de um modo geral, no mercado livre os recibos diminuíram no 4T 2021, tanto os de montantes inferiores como os de montantes superiores. Especificamente, o recibo do percentil 10 (25 euros) foi 21% inferior ao de 2018, e o recibo do percentil 90 (142 euros) foi 12% inferior ao do 4T 2018. Por outro lado, no mercado regulado os recibos de montante mais elevado foram mais afetados pelo aumento dos preços da energia. O recibo do percentil 90 (119 euros no 4T 2021) foi 22% superior ao do 4T 2018, um aumento claramente superior ao do recibo mediano. Por outro lado, verifica-se uma redução temporária dos preços para os beneficiários de abono social nos recibos mais baixos: o recibo de percentil 10 no 4T 2021 (18 euros) foi 18% menor ao do 4T 2018.

Em suma, o ano de 2021 foi marcante para o recibo da luz, mas não afetou todos os consumidores da mesma forma. Não parece que o ano de 2022 vá ser diferente. Parte do aumento de preços no mercado grossista em 2021 pode ser transferido para o mercado livre à medida que os contratos são renovados, embora caso os preços no mercado grossista baixem, este efeito seja temporário. O que parece claro é que a fatura da eletricidade vai continuar a dar que falar.

7. No acumulado do ano 2021, o recibo médio no mercado livre ascendeu a 861 euros (902 euros em 2018).

## Os preços do carbono: definição e impacto macroeconómico

Existe um amplo consenso entre os economistas de que o preço das emissões de gases de efeito estufa (GEE) é o instrumento-chave para facilitar a transição para uma economia climaticamente neutra e para manter o aquecimento global abaixo dos 2 °C em comparação com os níveis pré-industriais. No entanto, atualmente apenas 20% das emissões globais de GEE estão, de certa forma, abrangidas por um sistema que as torna mais caras,<sup>1</sup> o que evidencia mais uma vez a grande diferença entre as políticas implementadas e a ambição dos objetivos climáticos aos quais nos propusemos. A verdade é que existem muitos debates sobre a definição deste preço: Até que nível deveria chegar? Qual será o seu impacto no crescimento económico e na inflação? A seguir, tentaremos esclarecer estas questões.

### Como calcular o preço das emissões

Costumam utilizar-se dois métodos para calcular a penalização que se deve impor sobre as emissões poluentes, geralmente denominada «preço do carbono». Por um lado, está aquele que calcula o custo da tecnologia limpa necessária para substituir bens, serviços ou modelos de produção poluentes. Atualmente, diversos bens e serviços poluentes podem ser substituídos por outros mais limpos sem qualquer custo adicional, pelo que existem incentivos para a utilização de modelos de produção mais limpos, sem a necessidade de adicionar um preço sobre o carbono. No entanto, existem diversos bens e serviços (principalmente na indústria e no transporte) cujas alternativas limpas são muito caras atualmente e seria necessário um preço do carbono muito elevado (cerca de 1.000 dólares por tonelada de CO<sub>2</sub> equivalente, doravante designado \$/TCO<sub>2</sub>) para desincentivar o seu modelo de produção atual.<sup>2</sup> Por outro lado, o segundo método consiste em determinar o preço ideal para corrigir as externalidades negativas que geram as atividades poluentes (maior frequência e violência de fenómenos climáticos adversos, poluição atmosférica, etc.). Os modelos utilizados para calcular o preço do carbono na UE que consistem em manter o aumento da temperatura abaixo dos 2 °C, oscilam em torno dos \$80/TCO<sub>2</sub> e dos \$200/TCO<sub>2</sub> em 2030 e 2050, respetivamente, ao passo que os que pretendem alcançar a neutralidade climática em 2050 situam-se em torno dos \$300/TCO<sub>2</sub> em 2030 e dos \$1.000/TCO<sub>2</sub> em 2050.<sup>3</sup>

### Os efeitos macroeconómicos do aumento dos preços do carbono

Existe um amplo consenso de que a instauração de um preço sobre as emissões teria, a longo prazo, efeitos muito positivos para o meio ambiente.<sup>4</sup> Quanto ao impacto sobre o crescimento económico, veríamos efeitos positivos no aumento do investimento público e privado nas indústrias limpas, as quais permitem gerar mais emprego, ao invés do investimento nas indústrias poluentes.<sup>5</sup> Além disso, a instauração de um preço sobre as emissões contribuiria para reduzir o risco da ocorrência de fenómenos meteorológicos extremos e com um elevado impacto económico.

No entanto, a curto prazo, haveria também alguns efeitos negativos. Em particular, o principal meio através do qual o preço do carbono afetaria negativamente o crescimento seria no menor consumo privado derivado de um maior custo dos bens e serviços afetados pela introdução de um preço sobre o carbono.

Por último, os efeitos de bem-estar de um mecanismo de preço sobre as emissões dependerão da forma como a atribuição das receitas fiscais resultantes for concebida. Estas receitas poderiam ser destinadas a compensar aqueles indivíduos mais prejudicados pelo aumento dos preços do carbono, a diminuir outros impostos menos eficientes ou a investir em determinadas despesas públicas.

A título ilustrativo, e com a ajuda de um modelo macroeconómico global, analisamos o impacto de diferentes cenários do preço do carbono na evolução do PIB e na inflação relativamente a um cenário base que não contempla um preço global do carbono.<sup>6</sup> Este exercício, permite-nos explorar que decisões económicas tomariam os indivíduos e as empresas perante alterações nos preços relativos das diferentes fontes de energia. Concretamente, em função do preço relativo das fontes de energia, os consumidores ajustarão a sua procura de bens energéticos e de consumo, enquanto as empresas farão o mesmo com os inputs e fontes de energia do processo de produção.<sup>7</sup> Assim, um impacto do preço do carbono leva a um aumento relativo do custo das fontes de energia mais poluentes e oferece incentivos para uma maior procura de fontes mais limpas (e de bens e *inputs* com menor

1. Quer seja impondo um preço fixado pelos reguladores a produtos que contenham uma certa quantidade de GEE, quer mediante um mercado de emissões, como o da UE. Para mais detalhes, consulte «Como agir perante as alterações climáticas? Ações e políticas» no IM11/2019.

2. Consulte *The Economist* (2021). «Giving up carbs – What is the cheapest way to cut carbon?», 27 de Fevereiro de 2021.

3. Consulte Nordhaus, W. (2018). «Projections and Uncertainties about Climate Change in an Era of Minimal Climate Policies». *American Economic Journal: Economic Policy*, No. 10 (3), 333-60. No que resta do artigo referir-nos-emos a estas estimativas, que são as utilizadas pela Network for Greening the Financial System.

4. Consulte Metcalf, G. E. e Stock, J. H. (2020). «The Macroeconomic Impact of Europe's Carbon Taxes. Working Paper 27488, National Bureau of Economic Research.

5. Ver o artigo «A recuperação verde» no Dossier do IM01/2021.

6. Centramo-nos em quatro cenários principais: (i) um aumento gradual do preço global do carbono até \$200/TCO<sub>2</sub> em 2050 (consistente com a manutenção do aumento da temperatura global abaixo dos 2 °C); (ii) este mesmo cenário, mas acompanhado de investimento em energias renováveis; (iii) um aumento súbito do preço do carbono em 2030 até \$200/TCO<sub>2</sub>, como consequência de uma reação de regulamentação tardia, e (iv) um aumento gradual até \$1.000/TCO<sub>2</sub> (consistente com a obtenção da neutralidade climática em 2050).

7. É um modelo de procura em que não se registam alterações nas decisões de investimento, pelo que não se consideram os efeitos indiretos do aumento dos preços do carbono no desenvolvimento de tecnologias «verdes», no aumento da capacidade instalada de energias renováveis ou na eletrificação da indústria ou da rede de transportes.

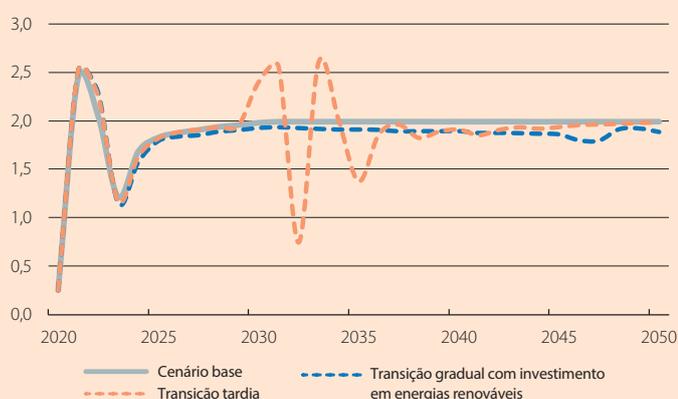
intensidade de emissões), o que, simultaneamente, ajuda a mitigar os efeitos adversos de um maior aquecimento global no PIB. No exercício, assume-se que as receitas deste mecanismo são utilizadas para reequilibrar as contas públicas, sem alterar a estrutura da despesa pública, nem os impostos existentes em cada país.

Com a introdução do preço do carbono, observar-se-ia um PIB em 2050 ligeiramente menor do que no cenário base (consulte o primeiro gráfico), principalmente devido a um menor consumo privado e investimento pelo aumento dos preços dos bens e serviços afetados pela introdução deste preço. Em 2050, o impacto negativo sobre o nível do PIB da zona Euro seria inferior a 2%, inclusive no cenário de transição climática mais ambicioso (com um preço das emissões mais elevado para alcançar a neutralidade climática nesse ano) ou no de uma transição tardia (consulte o primeiro gráfico). Os resultados são semelhantes para os EUA. No entanto, a China ver-se-ia mais afetada no cenário climático mais ambicioso (o seu nível de PIB em 2050 poderia ser 6% mais baixo em relação a um cenário sem um preço global do carbono) e, uma vez que se trata de um país mais dependente de fontes de energia poluentes, exigirá um esforço de transição mais significativo. Contudo, no cenário que contempla um preço global do carbono que permitisse limitar em 2050 o aumento da temperatura a menos de 2 °C, acompanhado de um aumento significativo do investimento em energias renováveis, o impacto negativo no PIB seria muito pequeno na zona Euro e nos EUA, e contido na China.

Quanto à inflação, aumentos graduais e previsíveis dos preços do carbono são a chave para mantê-la sob controlo. Não seria o caso de uma transição energética desordenada na qual, em 2030, se fixasse abruptamente um preço elevado das emissões para

### Zona Euro: impacto de um aumento do preço do carbono sobre o IPC

Varição homóloga (%)



**Notas:** No cenário de transição gradual, assumimos um aumento gradual do preço do carbono até \$200/TCO<sub>2</sub> em 2050, um aumento do ritmo de investimento em energias renováveis. O cenário de transição tardia é de um aumento súbito do preço do carbono até \$200/TCO<sub>2</sub> em 2030. Os impactos são calculados em relação a um cenário base que não contempla um sistema global de preços de CO<sub>2</sub>.

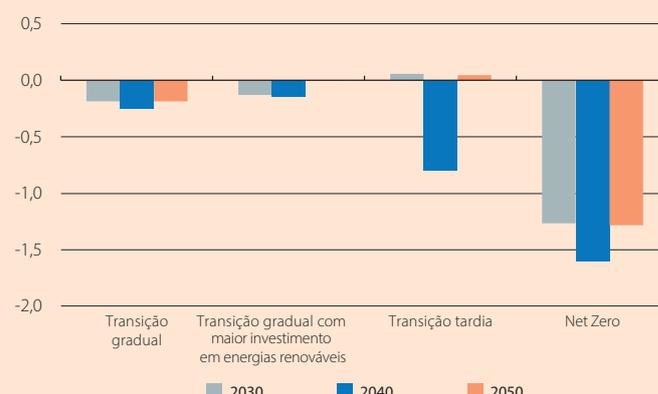
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Global Economic Model da Oxford Economics.

de: se as energias renováveis ganhassem peso, a volatilidade do preço das matérias-primas afetaria uma parte menor da produção de energia, pelo que a fatura da eletricidade tenderia a ser mais estável.

Contudo, o desafio de implementar o preço do carbono de forma coordenada entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento é intimidador e não está isento de dificuldades. Entre elas, está a gestão dos vencedores e perdedores da transição, tanto entre economias, como dentro de cada uma delas. A conceção de mecanismos para minimizar o impacto sobre aqueles potencialmente mais prejudicados pelo preço do carbono será a chave para o seu sucesso.

### Zona Euro: impacto de um aumento dos preços do carbono sobre o PIB

Varição em relação a cenário base (%)



**Notas:** Nos dois cenários de transição gradual, assumimos um aumento gradual do preço do carbono até \$200/TCO<sub>2</sub> em 2050. O cenário de transição tardia é de um aumento súbito do preço do carbono até \$200/TCO<sub>2</sub> em 2030. O cenário Net Zero pressupõe um aumento gradual do preço do carbono até \$1.000/TCO<sub>2</sub> em 2050. Os impactos são calculados em relação a um cenário base que não contempla um sistema global de preços de CO<sub>2</sub>.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Global Economic Model da Oxford Economics.

compensar a sua implementação tardia (consulte o segundo gráfico). Em tal cenário, a inflação na zona Euro aumentaria acentuadamente nesse ano e teria um efeito de contração no PIB, o que por sua vez geraria volatilidade na inflação durante os anos seguintes.<sup>8</sup> Tal cenário apresenta alguns paralelismos com o impacto energético de 2021. O súbito pico dos preços da energia leva a uma subida da inflação geral a curto prazo, o que tem um impacto negativo sobre o crescimento económico devido à contração do consumo privado e à subida das taxas de juro necessárias para conter pressões inflacionistas.

Em contraste, um cenário com um aumento gradual do preço do carbono combinado com um bom ritmo de investimento em energias renováveis resultaria num impacto desinflacionista a longo prazo na zona Euro, graças aos preços mais baixos da eletricidade (recorde-se que o custo marginal das energias renováveis é insignificante). Neste sentido, a Agência Internacional de Energia considera que o desenvolvimento das energias renováveis é a chave, visto que os consumidores estariam muito mais protegidos de circunstâncias como a vivida em 2021 com a elevada subida do preço da eletricidade:

8. Consulte o Focus «O impacto do aumento do preço da eletricidade na economia espanhola» no IM12/2021, e Alonso, I. e Suárez-Varela, M. (2021). «Un análisis del impacto económico global del reciente encarecimiento de las materias primas energéticas», *Relatório trimestral da economia espanhola* (4T 2021), Banco de Espanha.



## 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., 2022

© CaixaBank, S.A., 2022

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



