

IM02

INFORMAÇÃO MENSAL
FEVEREIRO 2022



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

Tudo o que sobe... desce? Perspetivas para as ações

ECONOMIA INTERNACIONAL

A Grande Renúncia: uma mudança de paradigma no mercado de trabalho americano?

ECONOMIA PORTUGUESA

Setor agroalimentar (I): Recuperação notável no pós-pandemia

ECONOMIA ESPANHOLA

Balanço NGEU 2021: as reformas foram efetuadas, mas o arranque dos investimentos foi complexo

DOSSIER: O BOOM DOS BENS TECNOLÓGICOS ALTERAÇÃO DE TENDÊNCIA OU PAIXÃO DE VERÃO?

A procura global de bens tecnológicos: alteração de tendência?

A procura em Portugal de bens tecnológicos: o dia depois de amanhã

A oferta global de chips: ruturas e novas tendências

INFORMAÇÃO MENSAL

Fevereiro 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/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Clàudia Canals e Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de janeiro de 2022

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Tudo o que sobe... desce? Perspetivas para as ações*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *A Grande Renúncia: uma mudança de paradigma no mercado de trabalho americano?*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Setor agroalimentar (I): Recuperação notável no pós-pandemia*

24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *Balanço NGEU 2021: as reformas foram efetuadas, mas o arranque dos investimentos foi complexo*

29 DOSSIER: O BOOM DOS BENS TECNOLÓGICOS ALTERAÇÃO DE TENDÊNCIA OU PAIXÃO DE VERÃO?

29 *A procura global de bens tecnológicos: alteração de tendência?*

31 *A procura em Portugal de bens tecnológicos: o dia depois de manhã*

33 *A oferta global de chips: ruturas e novas tendências*

A política económica está a ser cozinhada em Bruxelas

O debate de política económica, quando marca as primeiras páginas dos jornais ou obtém *likes* no Twitter, tende a ser a nível nacional. Raramente vemos debates a nível europeu. Pelo contrário, muitas das decisões que moldam o curso da economia são tomadas em Bruxelas. As deliberações prévias também surgem, claro, mas tendem a ficar em segundo plano e tendem a ser mais técnicas. As várias vozes amadurecem lentamente a sua posição até que, por alguma razão, normalmente uma crise, a pressão aumenta e surge a necessidade de alcançar um acordo em contrarrelógio. Não observamos as negociações que decorreram na cozinha, apenas o sprint final para servir o prato a tempo. O mesmo irá provavelmente acontecer de novo este ano. A ementa já foi decidida e vai dar que falar. Os debates entre os chefs de Bruxelas são intensos. Só falta determinar quando a refeição deve ser servida, para que o foco mediático possa ser preparado para o *foto finish*. Entremos na cozinha por um momento, vale a pena.

Para além do lançamento do programa NGEU, uma das medidas mais importantes tomadas pela Comissão Europeia no início da pandemia foi a de permitir formalmente que os países tomassem medidas económicas fortes para contrariar o impacto económico da pandemia. Bruxelas tinha a chave para isto, e utilizou-a permitindo que o défice público e a dívida pública subissem temporariamente acima dos níveis estabelecidos no Pacto de Estabilidade e Crescimento. A Europa reagiu com agilidade e habilidade. Visto que a natureza da crise atual era muito diferente da de há uma década, a resposta da política económica também teve de ser diferente. Nos últimos dois anos, a dívida pública em toda a UE aumentou 14 p. p. e fechou 2021 em cerca de 93% do PIB, longe do limite dos 60%. Portugal não foi exceção: o rácio de dívida pública aumentou em mais de 18 p.p., atingindo um máximo histórico em 2020. Em 2021, o rácio caiu para 127.5%.

Mas a suspensão das regras fiscais foi temporária, durante o período de duração da pandemia. Salvo decisão em contrário, serão reativadas em 2023. Em parte, esta é uma boa notícia. Isto significa que estamos mais perto do fim desta terrível crise. No entanto, depois do que aconteceu, não parece ser uma boa ideia reativar as antigas regras fiscais. O ajuste das finanças públicas que seria necessário poderia ameaçar a recuperação económica. Por exemplo, no caso de Portugal, obrigaria a um ajustamento expressivo, apenas atingido nos anos pré-pandemia, num contexto de saldos primários em torno de 3% do PIB, crescimento económico acima de 2,5% e custos de financiamento muito baixos; condições que, dificilmente, se voltarão a repetir em simultâneo. Alternativamente, poder-se-ia voltar ao pacto de estabilidade, mas permitindo um determinado grau de incumprimento das regras, como tem acontecido com demasiada frequência nos últimos anos. Mas isto iria corroer ainda mais a sua credibilidade. Em suma, parece que não reformar o quadro fiscal europeu não é uma opção.

A Comissão Europeia já lançou uma consulta pública para relançar o debate sobre a reforma do quadro de governação económica. Os requisitos indicam que se deve assegurar a sustentabilidade das finanças públicas sem comprometer a recuperação económica, e que as regras devem ser simples e a sua aplicação transparente. Com a experiência das últimas décadas, já sabemos que não é fácil combinar todos estes ingredientes. Mas também apela à inclusão de mecanismos para incentivar reformas económicas e o investimento necessário para avançar para uma economia mais sustentável e amiga do ambiente, e para reforçar o processo de integração da União Económica e Monetária. Estes são objetivos ambiciosos que inevitavelmente colocam algumas das questões mais sensíveis de volta à mesa europeia.

Grande parte do debate centra-se na forma de adaptar os objetivos do défice e da dívida ao novo contexto. Num extremo, há quem seja a favor da sua eliminação e, em alternativa, da criação de uma instituição que efetuasse uma análise detalhada da política fiscal que cada país deve implementar para tornar as suas finanças públicas sustentáveis. Outros preferem manter as regras atuais, com algumas exceções. Por exemplo, determinados tipos de investimentos, tais como os que promovem a transição ecológica, devem ser excluídos do cálculo do défice. Conceptualmente, não existe uma alternativa claramente melhor do que outra. Todas têm as suas vantagens, mas também as suas desvantagens.

Mas desta vez a Comissão convida-nos a dar um passo em frente. Talvez esta seja a forma pela qual todos os ingredientes se podem encaixar melhor do que até agora. A proposta do Real Instituto Elcano vai nessa direção. É ambiciosa, realista e detalhada. Favorece uma revisão das regras fiscais intermédias, mantendo como referência os limiares do défice e da dívida, mas salientando que quando estes são ultrapassados, é necessário ter em conta as razões e as situações de recessão económica temporária devem ser diferenciadas das situações crónicas. Além disso, propõe a criação de um Sistema Europeu de Autoridades Fiscais Independentes para evitar a criação de desequilíbrios fiscais. Apela também à criação de uma capacidade fiscal central permanente, uma instituição europeia com recursos para promover investimentos em áreas-chave, tais como a transição energética. O acesso a estes fundos, devidamente condicionado à concretização de determinados marcos e reformas, deveria introduzir os incentivos certos para melhorar tanto a política fiscal como a política económica dos países europeus. Naturalmente, isto deve ser acompanhado do reforço da legitimidade democrática das instituições-chave neste processo e, em particular, o Parlamento Europeu deveria desempenhar um papel central.

São palavras maiores. Abre-se novamente uma janela para a Europa dar um grande passo em frente. Isto irá sem dúvida salientarmos mais uma vez a tensão entre a urgência de continuar a forjar o projeto europeu, porque os laços que nos unem estão a fortalecer-se a cada dia, e as desconfianças alimentadas pelos erros cometidos e pela cacofonia que reina nos novos meios de comunicação. Teremos de estar atentos e continuar a insistir para incentivar todos os dias o sonho europeu.

Cronologia

JANEIRO 2022

- 1 Sexta vaga de COVID em Portugal.
- 23 Uma delegação talibã inicia conversações com as potências europeias e os EUA em Oslo.
- 24 O telescópio James Webb chega ao seu destino final para estudar a origem do universo.
- 30 PS ganha com maioria absoluta as eleições legislativas antecipadas..

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 A crise que afeta a empresa imobiliária chinesa Evergrande intensifica-se.
- 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.

DEZEMBRO 2021

- 3 A Comissão Europeia autoriza o desembolso de 10.000 milhões de euros do NGEU a Espanha.
- 5 Presidente da República de Portugal dissolve o Parlamento e convoca eleições antecipadas para 30 de janeiro.
- 8 A tensão na crise da Ucrânia está a aumentar.
- 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 Proposta de OGE 2022 em Portugal é rejeitada na generalidade.
- 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.
- 3 A Comissão Europeia desembolsou os primeiros 2.100 milhões de euros a Portugal dos fundos NGEU.
- 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 à Espanha.

Agenda

FEVEREIRO 2022

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 9 Portugal: emprego e desemprego 4T.
Portugal: comércio internacional (dezembro).
- 14 Japão: PIB 4T.
- 17 Espanha: comércio internacional (dezembro).
Portugal: preços na produção industrial (janeiro).
- 25 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
Portugal: crédito e depósitos (janeiro).
- 28 Espanha: primeira estimativa do IPC (fevereiro).
Espanha: balança de pagamentos (dezembro).
Portugal: detalhe do PIB 4T.
Portugal: primeira estimativa do IPC (fevereiro).
Portugal: atividade turística (janeiro)

MARÇO 2022

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
Portugal: produção industrial (janeiro).
- 3 Portugal: nova concessão de crédito (janeiro).
- 10 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 11 Portugal: *rating* da S&P.
- 15-16 Comité FOMC da Fed.
- 17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
- 18 Espanha: *rating* da S&P.
- 23 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).
Portugal: preços da habitação (4T).
- 24-25 Conselho Europeu.
- 25 Espanha: detalhe do PIB 4T.
Espanha: balança de pagamentos e PIIL 4T.
Portugal: taxa de poupança 4T.
Portugal: execução orçamental das Adm.Públicas (2021).
- 30 Portugal: estatísticas mensais do emprego (fevereiro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 31 Portugal: primeira estimativa IPC (março).
Portugal: atividade turística (fevereiro).

Risco geopolítico: um novo obstáculo para a recuperação

A recuperação da economia mundial continua a enfrentar múltiplos desafios que, de momento, tem vindo a ultrapassar graças ao estímulo proporcionado pela intensa aplicação de políticas económicas expansionistas, da boa resposta das vacinas às sucessivas mutações do vírus COVID-19 e à adaptação progressiva das decisões dos agentes económicos a um cenário tão complexo. Como o FMI recordou recentemente na sua última revisão das Perspetivas Económicas, os desafios que o ciclo económico continuará a enfrentar a médio prazo continuarão a ser significativos, com o aumento inesperado da inflação e o surgimento de estrangulamentos em grande parte da cadeia de produção a juntarem-se aos generalizados elevados níveis, à reviravolta da política monetária em vários países e à incerteza associada à evolução da COVID. Segundo o organismo situado em Washington, apenas o choque gerado no ano passado pelo desequilíbrio global entre oferta e procura reduziu o crescimento em 0,5 p. p. e aumentou a inflação em 1 p. p. No entanto, apesar disso, a atividade global cresceu 5,9% em 2021 e poderá crescer a taxas superiores a 4% em 2022. A recuperação continua, portanto, a mostrar um elevado grau de resiliência e, sobretudo, está a ser acompanhada por um desempenho notável do mercado de trabalho, como têm vindo a revelar os últimos dados sobre o emprego em países como Portugal.

Neste percurso de obstáculos em que o ciclo económico está imerso, o último foi o aumento do risco político durante o mês de janeiro. A ameaça de uma possível intervenção armada da Rússia na Ucrânia, caso o alargamento da NATO para incluir países na sua esfera de influência (geográfica ou política) não fosse travado, constitui uma dificuldade acrescida devido aos seus potenciais efeitos negativos no crescimento e, acima de tudo, na inflação. A avaliação dos efeitos de um aumento da instabilidade geopolítica nos cenários de previsão é sempre complexa, uma vez que tem impacto por canais muito diferentes (trocas comerciais, fluxos de capital, efeito riqueza, etc.) e devido à dificuldade de modelar a incerteza associada a este tipo de eventos, o que acaba por distorcer as decisões dos agentes e provocar movimentos de *risk-off* nos mercados financeiros, como já vimos em boa parte do mês de janeiro.

É evidente que a Europa constitui a parte mais frágil no caso de uma escalada de tensões com a Rússia, considerando os seus laços comerciais e financeiros com o país eslavo e, principalmente, a sua elevada dependência do gás natural russo (40% do total das importações). O choque da oferta que provocaria uma redução adicional dos fornecimentos de gás à Europa dificilmente poderia ser compensado com um aumento do gás liquefeito proveniente dos EUA ou do Qatar e representaria uma nova dinâmica ascendente na recente evolução dos preços na zona euro. Não esqueçamos que o

ponto de partida é muito elevado, uma vez que a inflação era de 5,1% em janeiro, com componentes muito sensíveis como os alimentos processados e não processados a subirem para 3,1% e 5,2%, respetivamente.

O cenário central continua a ser a resolução do conflito a curto prazo pela via diplomática. A importância das sanções de aplicação automática que estão a ser implementadas, tais como o encerramento dos mercados de capitais europeus às empresas russas, as restrições à exportação de todos os tipos de produtos e mesmo o encerramento do acesso à SWIFT do sistema financeiro, deverá desencorajar uma escalada do conflito, apesar de a economia russa ter recuperado a sua resiliência nos últimos anos graças a um aumento significativo das reservas de divisas. A recente descida dos preços do gás e dos prémios de risco dos países afetados (Rússia/Ucrânia) é consistente com este cenário relativamente benigno, o que permitiria manter sem alterações os cenários centrais de previsão.

Contudo, não é possível excluir hipóteses alternativas, tais como um prolongamento das tensões durante meses, com os preços do gás a subirem para os máximos de dezembro (embora sem problemas urgentes de abastecimento) ou, no cenário mais extremo, algum tipo de intervenção militar com um aumento mais significativo dos preços do gás. Mesmo num cenário sem um grave problema de abastecimento, as pressões inflacionistas na zona euro prolongar-se-iam no tempo e acabariam por afetar a maioria dos componentes do cabaz, o que afetaria negativamente a atividade económica pela perda de poder de compra e pelo impacto sobre os setores mais expostos aos preços da energia. A preocupação do BCE será certamente o aumento do risco de efeitos de segunda ordem nos preços, forçando uma antecipação do aumento das taxas de juro. De facto, os mercados estão a elevar a fasquia e agora antecipam um aumento de 25 p. b. para finais de 2022.

Num cenário adverso em que a Rússia reduzisse significativamente as suas exportações de gás, o impacto nos preços e na atividade seria mais significativo. Isto poderia conduzir a um cenário de estagflação que tornaria a resposta da política monetária mais difícil e no qual o banco central não responderia necessariamente apertando as condições financeiras.

O conflito na Ucrânia é apenas o «canário numa mina de carvão» da crescente instabilidade no cenário geopolítico esperado nos próximos anos, cujo expoente máximo será a rivalidade entre a China e os EUA, decisiva para a evolução de temas tão importantes como o futuro da globalização ou o risco de fragmentação tecnológica. Como incorporar este risco geopolítico nos modelos de análise e previsão é, portanto, algo que nos deve preocupar e ocupar a partir de agora.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	1,00	1,75
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	1,20	1,95
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	1,55	2,28
Dívida pública 2 anos	3,70	0,96	1,63	0,13	0,62	1,15	1,75
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	2,20	2,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	-0,48	-0,25
Euribor 1 mês	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	-0,51	-0,25
Euribor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	-0,46	-0,17
Euribor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	-0,38	-0,01
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	-0,29	0,14
Alemanha							
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	-0,31	0,00	0,30
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	0,08	0,49
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	0,23	0,63
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	0,70	1,05
Prémio de risco	11	171	71	62	73	70	75
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	0,05	0,52
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	0,28	0,71
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	0,70	1,05
Prémio de risco	19	334	67	60	65	70	75
TAXA DE CÂMBIO							
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	0,83	0,84
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	74,8	70,0	65,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	60,9	54,6

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,8	-3,1	6,0	4,2	3,8
Países desenvolvidos	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,2	3,7	2,6
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	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	2,8	3,7	2,8
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	7,0	3,6	2,1
Itália	1,5	-0,4	0,4	-9,0	6,3	4,2	2,6
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,9	2,6
Espanha	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	5,5	3,6
Japão	1,4	0,5	0,0	-4,7	1,8	2,4	1,1
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	-9,4	7,1	4,0	2,0
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,0	3,7	-2,1	6,8	4,8	4,8
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	4,7	4,9
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	4,7	-2,5	5,7	5,1	3,0
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,5	4,2	3,1
Países desenvolvidos	2,1	1,6	1,4	0,7	3,0	3,3	1,7
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	5,1	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	2,8	1,4
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	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	0,7	0,7
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,5	3,0	1,7
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,1	5,6	4,9	4,1
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,2	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
Agregados macroeconómicos							
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
Produto interno bruto	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,9	2,6
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	1,5	0,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,1	5,9
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	-1,1	-1,0	-0,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,5	1,3	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
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,1	0,9	-12,2	4,7	3,6	3,8
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,0	0,4	-0,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,5	4,1	7,6	5,4
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	15,5	8,8	4,6
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-3,0	5,4	6,0
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,2	-0,3	1,3	-8,9	5,0	4,6	3,1
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,1	13,4	11,9	5,3
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	12,8	8,2	4,2
Produto interno bruto	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,0	5,5	3,6
Outras variáveis							
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	14,8	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	1,2	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) ¹	0,4	-6,3	-2,9	-11,0	-7,1	-5,2	-3,9

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

Previsões

Início de ano tumultuoso nos mercados financeiros

A retirada dos estímulos prevalece face à ómicron.

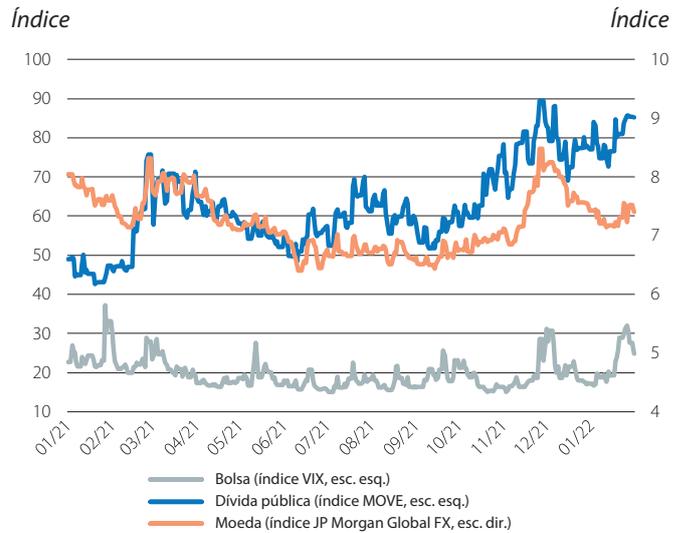
O início do ano foi marcado por um reajuste dos fatores de risco entre os investidores. Por um lado, os receios sobre o possível impacto da ómicron diminuíram e, por outro, o debate sobre a persistência de pressões inflacionistas e, sobretudo, a retirada dos estímulos monetários está a crescer. O risco de um conflito bélico na Ucrânia também ganhou peso. O resultado tem sido um aumento geral dos custos de financiamento e volatilidade, refletido no aumento das taxas de juro da dívida soberana e em condições financeiras mais restritivas. Os mercados bolsistas internacionais, por outro lado, têm feito ziguezague à tendência em baixa e as moedas consideradas refúgio tenderam a valorizar-se, enquanto os preços da energia se tornaram mais caros. O tumultuoso mês de janeiro está a transformar-se no que será provavelmente um ano de fortes movimentações de mercado, à medida que o curso da política monetária acelera o seu ajuste rumo ao novo normal.

A Fed prepara o caminho para o início do ciclo de subidas. Na sua reunião antecipada de 25-26 de janeiro, a Reserva Federal manteve a taxa de juro de referência no intervalo 0,00%-0,25%, mas deixou muito claro que, na ausência de surpresas, fará a primeira subida em março. Depois de declarar que o objetivo de pleno emprego tinha sido atingido, e num contexto de risco ascendente para a inflação, o Presidente Powell não excluiu um ciclo de subida de taxas mais agressivo do que o anteriormente anunciado, ao mesmo tempo que foram debatidas as primeiras diretrizes sobre a estratégia para a redução gradual do tamanho do balanço, o passo seguinte no percurso da Fed. Em consonância, as taxas implícitas nos mercados monetários encerraram o mês descontando até cinco subidas de 25 p.b. este ano, o que contrasta com as três subidas que se esperavam em dezembro. A rentabilidade da dívida do Tesouro dos EUA aumentou de forma notável (+28 p.b. até 1,79% na obrigação a 10 anos) sob um padrão de achatamento da curva. O dólar também fortaleceu em relação às principais moedas; face ao euro terminou o mês com a cotação no seu nível mais baixo desde meados de 2020.

O BCE mostra-se também mais preocupado com a inflação.

No que respeita ao BCE, a retoma da inflação nos últimos meses e, principalmente, o possível risco de persistir por mais tempo do que o esperado, começam a incomodar mais, além dos membros *hawkish* do Conselho de Governadores do Conselho do Governo. Esta divergência refletiu-se na ata da reunião de dezembro, quando vários participantes manifestaram reservas face a algumas das medidas aprovadas, tais como a decisão de prolongar o reinvestimento dos ativos do PEPP até 2024 ou mesmo de aumentar as compras líquidas do APP este ano. No entanto, não se esperam grandes mudanças nos próximos meses. Numa entrevista, a Presidente Christine Lagarde rejeitou categoricamente os aumentos iniciais das taxas oficiais,

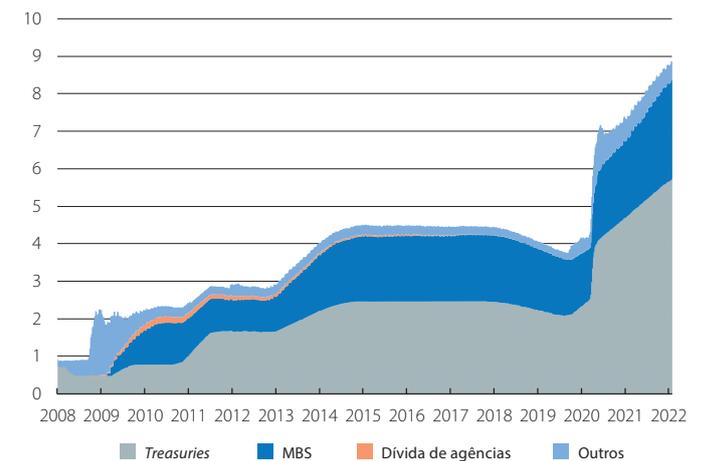
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

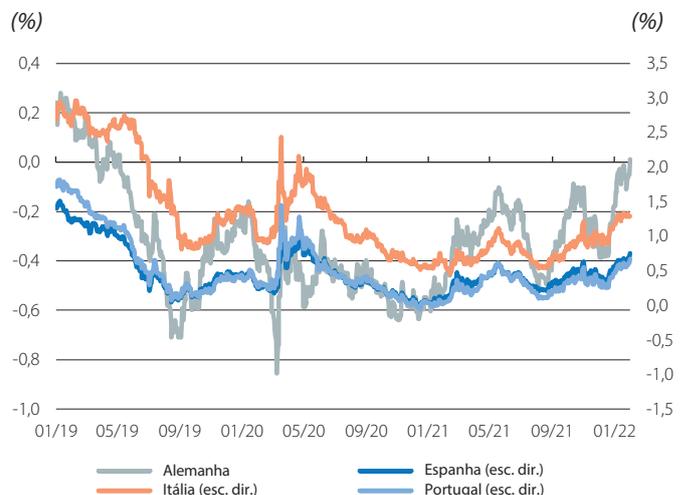
Composição do balanço da Reserva Federal

(Em milhares de milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e da Reserva Federal.

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



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

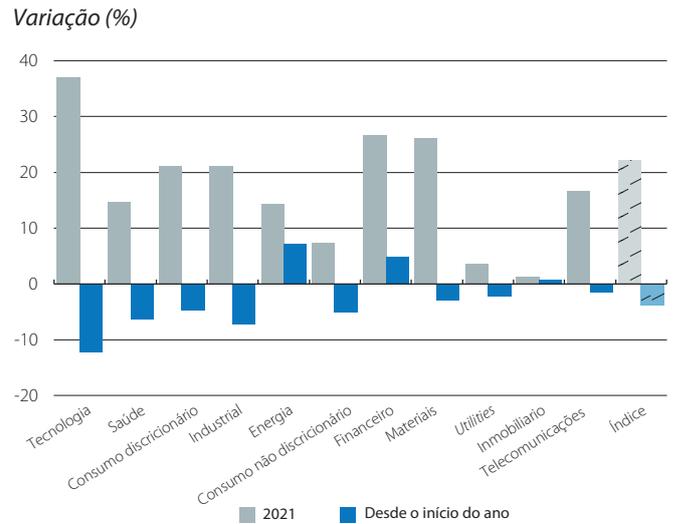
enquanto que, de acordo com os implícitos nos mercados monetários, os investidores calculam uma subida de 25 p.b. na taxa da facilidade de depósitos no prazo de um ano. Por seu lado, a rentabilidade da dívida soberana seguiu o padrão dos EUA, com o *bund* alemão a 10 anos a cotar em terreno positivo pela primeira vez nos últimos três anos. Os prémios da dívida nos países do sul revelaram-se estáveis, incluindo em Itália, apesar da incerteza sobre o processo de reeleição do presidente.

Mês de altos e baixos nos mercados bolsistas internacionais. Para a renda variável, o reajuste entre investidores sobre os fatores de risco significou uma rotação a favor dos setores mais expostos ao ciclo económico e contra aqueles com elevadas projeções de crescimento (perfil *growth*). Neste último grupo, destaca-se a tecnologia, cuja queda da bolsa de valores gerou um efeito generalizado de aversão ao risco, o que acabou por contagiar o bom desempenho de outros setores. Desde o início do ano, os índices bolsistas têm caído de forma acentuada, principalmente nos Estados Unidos. Outro fator importante foi o início da jornada de resultados empresariais que, embora um pouco melhor do que as expectativas consensuais dos analistas, contrastam com as elevadas surpresas positivas dos trimestres anteriores. As perspetivas para este ano são de que os mercados bolsistas internacionais continuem a ter um bom desempenho, embora a ritmos provavelmente inferiores aos de 2021 (ver o Foco "Tudo o que sobe...desce? Perspetivas para a renda variável» neste mesmo *Relatório mensal*).

O preço do petróleo ascende a máximos desde 2014. Após a recuperação já verificada em dezembro, o preço do barril de Brent manteve a sua tendência ascendente em janeiro, com um aumento acumulado de 17%. O aumento reflete tanto fatores do lado da oferta, tais como relatórios de avarias em determinadas regiões e dúvidas entre os investidores sobre a capacidade de alguns países para aumentar a produção, como fatores do lado da procura, com sinais de um menor impacto por causa da ómicron. No entanto, os mercados de futuros continuam a calcular que preço atingirá o pico neste trimestre e será gradualmente moderado ao longo do ano, um padrão que também é esperado para os preços do gás. Em grande medida, estas projeções dependerão, entre outros fatores, do conflito com a Ucrânia. Um aumento das tensões resultaria num aumento acentuado dos preços da energia e, com ele, num aperto das pressões inflacionistas a nível mundial.

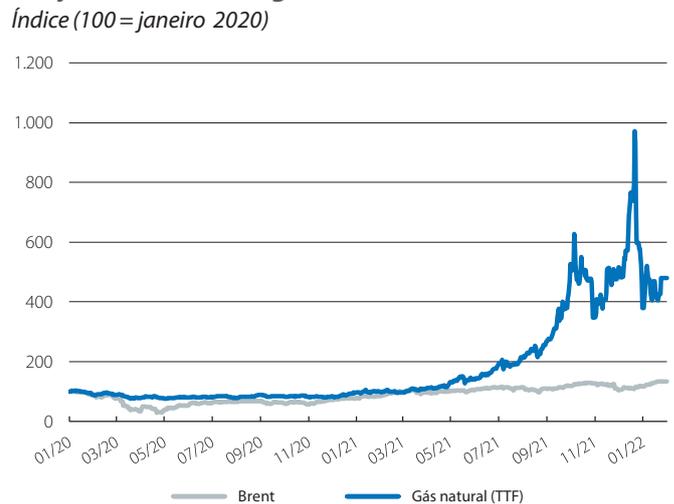
Nos mercados emergentes, a China relaxa a política monetária. Ao contrário de outros bancos centrais em mercados emergentes, o Banco Popular da China anunciou uma nova redução em algumas das suas taxas de juro de referência, incluindo um corte de 10 p. b. na taxa aplicada ao mecanismo de empréstimo a médio prazo, a primeira redução desde abril de 2020. As medidas refletem o abrandamento do crescimento como resultado do abrandamento do setor imobiliário e das políticas restritivas adotadas para combater a emergência sanitária. Na Rússia, o aumento do risco geopolítico refletiu-se numa depreciação de 4% do rublo em relação ao dólar, numa queda de 6% na bolsa de valores e numa subida de 102 p.b. na rentabilidade da dívida soberana a 10 anos.

Setores Eurostoxx 600



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

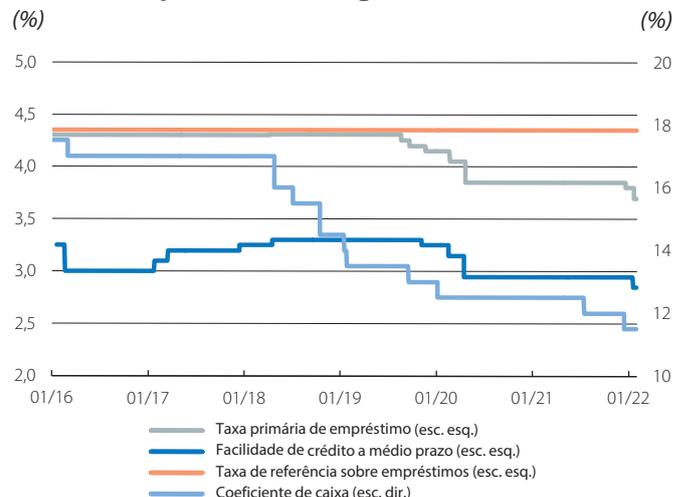
Preços do Brent e do gás natural



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

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

China: principais taxas de juro e coeficiente de reservas para os bancos grossistas



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

Tudo o que sobe... desce? Perspetivas para as ações

As bolsas internacionais têm sido, sem dúvida, um dos mercados que melhor resistiu ao choque da COVID-19. Durante a primeira vaga de contágios, os índices bolsistas caíram na ordem dos 30%-40%. Desde então, o ritmo de recuperação tem sido espetacular, embora com altos e baixos e a diferentes velocidades por setor e por mercado. Nos EUA, por exemplo, a bolsa recuperou o seu nível pré-COVID apenas seis meses após o surto da pandemia, enquanto no agregado para a Europa (Eurostoxx 50), este marco só foi alcançado um ano mais tarde. Em ambos os casos, a recuperação foi muito mais rápida do que noutras crises¹ e do que na economia real (ver primeiro gráfico).²

Como resultado desta rápida recuperação, as avaliações dos ativos de rentabilidade variável, que em algumas regiões já estavam em níveis historicamente elevados no início da pandemia, aumentaram ainda mais e afastaram-se de níveis que alguns modelos consideram consistentes com os fundamentos. Como referência, utilizamos o CAPE (das siglas em inglês *cyclically adjusted price-to-earnings*), proposto pelo Prémio Nobel Robert J. Shiller, que divide a capitalização total de um índice bolsista pelos ganhos médios reportados pelas suas empresas constituintes nos últimos 10 anos. Um nível CAPE elevado, acima da média histórica, indica que o preço pago pela ação, ou o índice agregado, reflete outros fatores para além dos resultados empresariais, tais como a expectativa de um aumento dos lucros no futuro ou, também, um ajustamento na taxa de juro a que são descontados. E, portanto, podem refletir sobrevalorização nos mercados de valores.

Por país, a bolsa americana destaca-se com um CAPE muito acima da média histórica, a níveis não vistos desde o período anterior à bolha das *dotcom* em 2000 (ver segundo gráfico). Na Europa, o CAPE sugere que a bolsa de valores pode estar ligeiramente sobrevalorizada em França e Itália, enquanto que se situa abaixo da média histórica na Alemanha e em Espanha.

Com o ciclo económico bem encaminhado, e as perspetivas de lucros empresariais afetadas pela possível persistência nas pressões inflacionistas e pela reviravolta da política monetária, questionamo-nos: estará na altura da inesperada correção bolsista?

Moderação mais do que correção

Com base no consenso de analistas da Bloomberg não parece que tal correção se verifique este ano. Assim, para

1. Na crise financeira global de 2007-2008, o S&P recuperou o seu nível pré-crise em 2012. Na crise da dívida soberana na Europa, em 2011-2012, o Eurostoxx recuperou o seu nível pré-crise no prazo de dois anos.

2. Em termos de PIB, os EUA recuperaram o nível do quarto trimestre de 2019 em meados de 2021. Na zona Euro, estimamos que tal recuperação ocorra no primeiro trimestre de 2022.

Bolsas internacionais

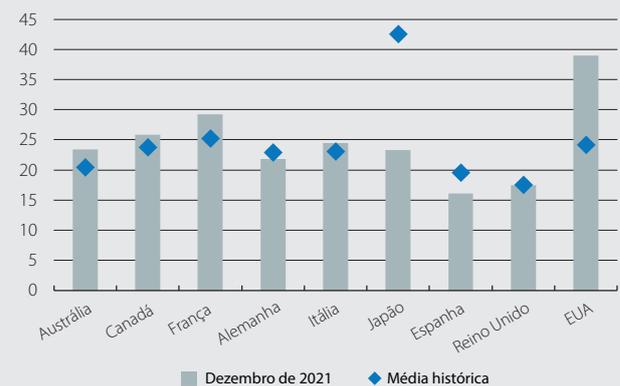
Nível (100 = janeiro 2020)



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

CAPE ajustado para os principais índices internacionais de ações

Rácio



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

o S&P, o consenso projeta um avanço que ronda entre 5% e 10% no fecho do ano. Na Europa, o consenso também projeta um aumento em torno dos 12% para o Eurostoxx, refletindo expectativas positivas nas divulgações de resultados empresariais.

Tais previsões estão acima das estimativas de modelos mais convencionais, tais como os que tentam prever o valor-alvo do índice de ações a partir dos fluxos esperados, expressos em valor atual líquido.³ Para o S&P, por exemplo, um modelo deste estilo apontaria para um retorno inferior a 5% tanto para 2022, como para 2023, abaixo da média histórica de 9%. O elevado nível do CAPE também seria consistente com um avanço mais modesto da rentabilidade variável.

3. Para isso, consideram-se as estimativas de crescimento do BPA nos próximos anos e desconta-se utilizando previsões da taxa soberana a 10 anos e o prémio de risco bolsista implícito.

Não obstante, importa destacar que tais modelos tendem a subestimar a rentabilidade das bolsas nos últimos anos. Tal como o consenso dos analistas da Bloomberg, pensamos que é mais provável que este padrão se repita este ano por uma variedade de razões.

Em primeiro lugar, visto que prevemos que o PIB global mantenha um ritmo de expansão sólido em 2022, superior na maioria dos países, ao crescimento potencial. Em grande medida atribuímos este cenário à força da procura, que tem sido apoiada pela boa evolução da criação de emprego, a acumulação de poupanças e a adaptabilidade que os agentes têm demonstrado às mudanças recorrentes da pandemia.

Por outro lado, apesar dos altos e baixos verificados nas últimas semanas, os investidores começaram o ano com uma apetência para o risco semelhante ao observado na média em 2021, num contexto de taxas de juro reais negativas, um fator que deveria suportar a rentabilidade variável. Assim, a volatilidade implícita nos mercados de rentabilidade variável permaneceu relativamente contida, mesmo durante o período de tensão financeira no final de 2021.

Por último, apesar da retirada de alguns dos estímulos, a política monetária manterá uma tendência acomodatória; os bancos centrais permanecerão ativos nos mercados com aquisições de obrigações, enquanto as taxas de juro oficiais manter-se-ão em níveis muito baixos do ponto de vista histórico. No que diz respeito à política fiscal, a sua tendência restritiva em 2022 reflete a expiração de uma grande parte dos benefícios aprovados durante toda a pandemia em 2020-2021, em vez de medidas de consolidação fiscal e possíveis aumentos de impostos.

No seu conjunto, acreditamos que estes fatores permitirão um avanço positivo nos principais índices bolsistas este ano, embora a taxas provavelmente inferiores às observadas durante 2021, talvez mais em linha com a tendência histórica. A nível sectorial, espera-se que os setores mais cíclicos (por exemplo, energia ou setor financeiro) sejam os com melhores rendimentos este ano, um padrão que poderia beneficiar mais os índices europeus (por oposição aos índices dos EUA).

O que pode correr mal?

A evolução da pandemia continua a ser um dos principais fatores de risco nas perspetivas da rentabilidade variável para este ano. Não só pelo que poderia significar uma nova deterioração da curva de contágio para a recuperação da procura, mas também devido ao seu possível impacto na oferta e, portanto, na inflação, o outro grande risco para este ano. A persistência de estrangulamentos e pressões inflacionistas poderiam acelerar o processo de retirada de estímulos monetários por parte dos bancos

centrais e, em última análise, poderiam restringir as condições financeiras.

Sobre este risco, contudo, é importante notar que, com a distribuição das vacinas, o efeito negativo de cada vaga de COVID na economia real e nos mercados financeiros tem vindo a diminuir, à medida que os consumidores e as empresas se têm adaptado a operar com o vírus. Além disso, os governos também mostraram uma maior relutância em introduzir restrições muito rigorosas à circulação. Por outro lado, as empresas têm, pelo menos até agora, conseguido transferir parte do aumento de custos para os preços sem afetar as margens. De facto, de acordo com o consenso dos analistas, espera-se que as empresas de S&P sejam capazes de aumentar ligeiramente as suas margens este ano.

Por último, os decisores políticos têm sido muito relutantes em permitir quedas sustentadas nos mercados bolsistas ou condições de crédito muito severas, numa tentativa de evitar um cenário em que a crise sanitária desencadeia uma crise financeira. Apesar da retirada, os bancos centrais deixaram em aberto a possibilidade de reintroduzir os estímulos, se necessário, e assim mitigar os possíveis danos de um novo choque negativo ou de um cisne negro.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,55	-0,57	2	2,0	-0,9
Euribor 12 meses	-0,45	-0,50	5	4,8	5,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,67	-0,64	-3	-2,5	-1,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,53	-0,62	9	9,2	19,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,01	-0,18	19	18,8	52,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,75	0,57	18	18,1	65,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,67	0,47	20	20,0	63,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,31	0,21	10	10,0	11,3
Libor 12 meses	0,96	0,58	38	37,9	65,7
Dívida pública a 1 ano	0,77	0,38	40	39,6	69,6
Dívida pública a 2 anos	1,18	0,73	45	44,7	107,1
Dívida pública a 10 anos	1,78	1,51	27	26,7	69,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	48	11	11,0	7,3
Itraxx Financeiro Sénior	67	55	12	12,2	4,8
Itraxx Financeiro Subordinado	126	108	18	18,4	8,7

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,124	1,137	-1,2	-1,2	-6,8
EUR/JPY (ienes por euro)	129,330	130,900	-1,2	-1,2	2,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,835	0,841	-0,7	-0,7	-5,4
USD/JPY (ienes por dólar)	115,110	115,080	0,0	0,0	9,7

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	582,9	578,3	0,8	0,8	27,1
Brent (\$/barril)	91,2	77,8	17,3	17,3	61,9
Ouro (\$/onça)	1.797,2	1.829,2	-1,8	-1,8	-3,4

Rendimento variável

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.515,6	4.766,2	-5,3	-5,3	19,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.174,6	4.298,4	-2,9	-2,9	18,2
Ibex 35 (Espanha)	8.612,8	8.713,8	-1,2	-1,2	10,4
PSI 20 (Portugal)	5.564,4	5.569,5	-0,1	-0,1	16,2
Nikkei 225 (Japão)	27.002,0	28.791,7	-6,2	-6,2	-3,9
MSCI emergentes	1.208,2	1.232,0	-1,9	-1,9	-11,2

A economia global sob tensão

As economias avançadas ganharam força no quarto trimestre, antes de um primeiro trimestre que se espera conturbado.

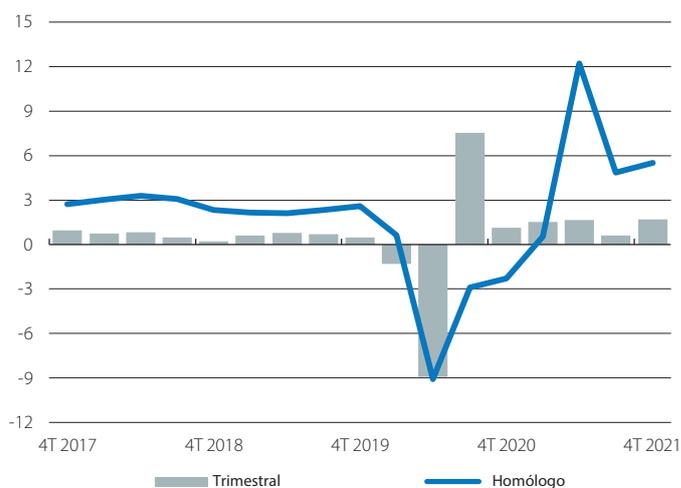
A economia dos EUA cresceu 1,7% em cadeia no 4T 2021, uma aceleração significativa em relação ao crescimento registado no trimestre anterior (0,6%). No global de 2021, o PIB dos EUA cresceu 5,7%, após uma queda de 3,4% em 2020, devido à pandemia. A economia da zona euro cresceu 0,3% em cadeia no 4T (5,2% para o global do ano), recuperando o nível do 4T 2019. No entanto, o número agregado para a zona euro esconde uma heterogeneidade significativa entre países. França consolidou-se no 4T como o motor da recuperação na zona do euro e cresceu 0,7% em cadeia (face a 3,1% no 3T), o que coloca o crescimento da economia francesa em 7,0% em 2021, após a queda histórica de 8,0% em 2020. Ao forte desempenho da economia francesa soma-se um notável crescimento em cadeia de 2,0% em Espanha e 0,6% em Itália, consolidando a recuperação de algumas das economias mais afetadas pela pandemia em 2020. Por outro lado, a economia alemã foi a grande ausente no bom momento da recuperação económica no último trimestre de 2021. O motor alemão mostrou sinais de fraqueza, com o PIB a contrair 0,7% em cadeia no 4T 2021, após um crescimento de 1,7% no 3T. No total de 2021, a economia alemã cresceu ligeiramente, 2,8%, após um declínio de 4,9% em 2020.

No entanto, os indicadores económicos para o primeiro trimestre de 2022 antecipam uma moderação no crescimento.

A deterioração da curva de contágios da COVID-19 não deixa a economia global imune. O PMI composto avançado para janeiro diminuiu para 50,8 pontos nos EUA (57,0 em dezembro), o registo mais baixo dos últimos 18 meses, afetado por quedas tanto no índice da indústria, como no índice de serviços. Do outro lado do Atlântico, o PMI composto também caiu na zona euro para 52,4 pontos (face aos 53,3 pontos em dezembro). A exceção a esta tendência veio, surpreendentemente, da Alemanha, onde o PMI composto subiu para um valor notável de 54,3 pontos (49,9 em dezembro), ainda que não tenha sido suficiente para evitar a queda agregada no bloco europeu. O índice de sentimento da Comissão Europeia confirma esta tendência e cai para 112,7 pontos no conjunto da zona euro (113,8 no mês anterior). Neste contexto, a revisão em baixa das previsões de crescimento global do FMI não constitui uma surpresa. Em concreto, após um avanço previsto da economia global de 5,9% em 2021, o Fundo prevê uma moderação do crescimento para 4,4% para o total de 2022 (-0,5 p.p. em comparação com a previsão de outubro). Trata-se de um cenário muito semelhante ao do BPI Research (4,2% em 2022). Os argumentos que suportam as projeções revistas do FMI para 2022 são a persistência de pressões inflacionistas, problemas na cadeia de abastecimento e o prolongamento da pandemia. A revisão em baixa da instituição internacional foi particularmente importante nas economias avançadas, cujo crescimento poderá ser de 3,9% em 2022

EUA: PIB

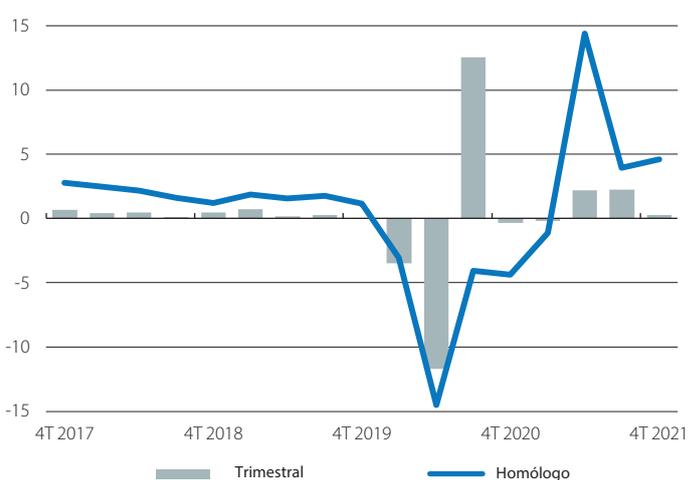
Varição (%)



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

Zona Euro: PIB

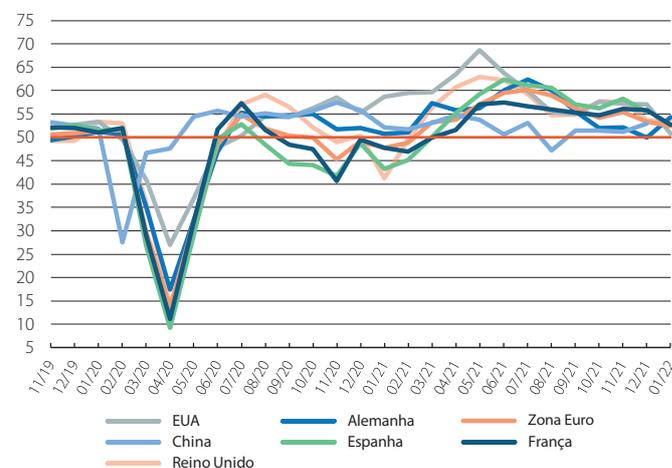
Varição (%)



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

Global: PMI composto por países

Nível



Nota: Os PMI de janeiro são estimativas flash.

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

(-0,6 p.p. em relação à previsão de outubro). Nos EUA a revisão foi de -1,2 p.p. face às previsões de outubro, colocando o crescimento económico dos EUA em 4,0% em 2022. A revisão para a zona euro foi um pouco mais baixa, situando-se em 3,8% este ano (-0,4 p.p.). A previsão de crescimento para as economias emergentes situa-se em 4,8% (-0,3 p.p. relativamente a outubro).

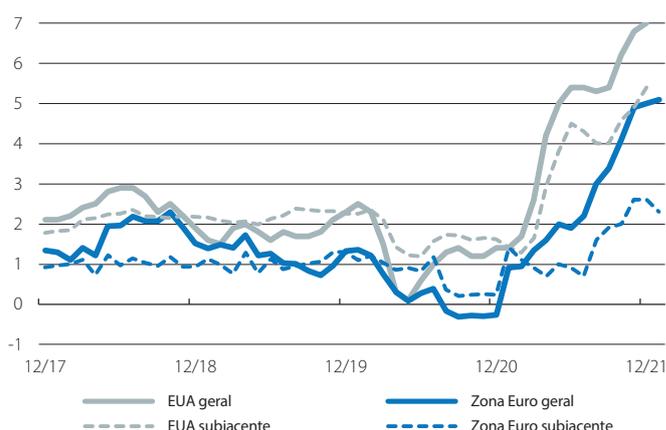
A inflação não dá tréguas às economias desenvolvidas. A inflação nos EUA fechou o ano nos 7%, o que corresponde a um máximo de 40 anos, enquanto a inflação subjacente manteve a sua subida até 5,5%. Com aumentos nos preços de grande parte dos componentes, os riscos de uma inflação mais persistente não são negligenciáveis, particularmente tendo em conta o impacto potencial da variante ómicron na economia global, o que poderá levar a restrições significativas no fornecimento, incluindo possíveis encerramentos de fábricas ou portos na Ásia e o aumento do absentismo em países com o maior número de contágios ou as dificuldades das empresas em muitos setores de atividade para preencher vagas (ver a este respeito o Focus «A Grande Renúncia: uma mudança de paradigma no mercado de trabalho americano?» nesta edição da *Informação Mensal*). A este respeito, a Fed já interveio no assunto e aponta para um início do ciclo de subida de taxas em março e redução do balanço em 2022 (ver secção Mercados financeiros). Na zona euro, a inflação chegou a 5,1% em janeiro e vários países registaram um aumento substancial da inflação ao longo dos últimos meses. Assim, acreditamos que a inflação se mantenha elevada durante grande parte de 2022, mas que termine o ano abaixo dos 2%. O ponto de interrogação, que está a concentrar a atenção do BCE e dos analistas, é a evolução salarial que, caso seja superior ao esperado, poderia acelerar o processo de normalização da política monetária do BCE e antecipar o calendário da primeira subida da taxa de juro.

Tensão na Europa de Leste. Para além de criar uma importante fonte de incerteza geopolítica a curto prazo, uma possível intervenção russa na Ucrânia teria efeitos económicos colaterais significativos, em particular na economia europeia. Enquanto prosseguem as reuniões de alto nível entre a Rússia, a Ucrânia e os países da NATO, a militarização da região e as ameaças de sanções económicas avançam de forma contínua. Face às tensões geopolíticas, verificou-se alguma volatilidade nos mercados financeiros e depreciações das moedas de ambos os países. Embora o nosso cenário central continue a ser o de uma solução do conflito a curto prazo pela via diplomática não se podem descartar hipóteses alternativas, tais como um prolongamento das tensões por vários meses. Isto levaria a um pico nos preços do gás até aos máximos de dezembro (embora sem problemas de fornecimento urgentes), o que prolongaria as pressões inflacionistas na Europa.

A economia chinesa abranda na sequência de múltiplas pressões. O PIB da China cresceu 4,0% homólogo no 4T 2021, o avanço mais lento registado neste século, com exceção de

EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)



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

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

Global: vacinação, medidas restritivas e mortalidade

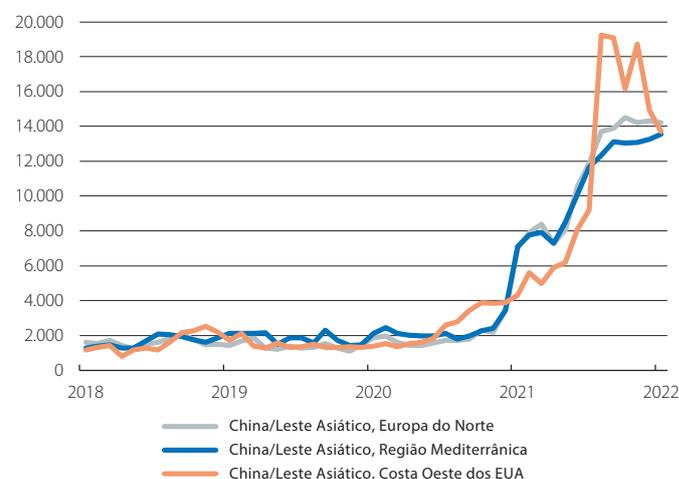
	Data do último dado	Doses administradas	% de população com vacinação completa	COVID-19 Stringency Index* (janeiro de 2022, 100 = mais restrito)	Mortalidade a 14 dias
Portugal	27-jan.	21.249.010	90	36	5,3
Espanha	26-jan.	89.508.239	82	43	4,6
Canadá	27-jan.	77.110.756	79	78	5,9
Itália	27-jan.	126.038.452	76	77	8,2
França	26-jan.	135.520.401	76	70	5,4
Suécia	27-jan.	19.153.904	74	51	3,0
Alemanha	26-jan.	163.563.859	73	84	2,6
UE	27-jan.	814.395.251	71		6,1
Reino Unido	26-jan.	137.671.500	71	47	5,6
Grécia	27-jan.	18.971.805	70	78	12,8
Estados Unidos	27-jan.	536.370.947	63	51	9,0
Polónia	26-jan.	51.119.917	57	48	8,5
Rússia	26-jan.	152.916.877	48	50	6,5

Nota: * (Índice de severidade do confinamento (desenvolvido pela Universidade de Oxford).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Saúde de Espanha e da Our World in Data - Oxford University.

Global: custo do envio um contentor

(Dólares por contentores de 40 pés)



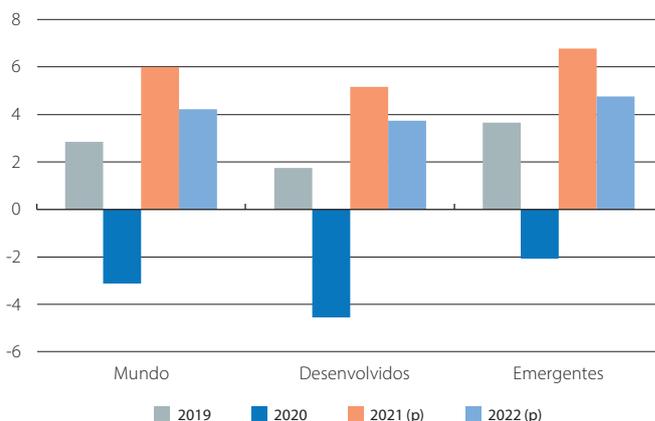
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Freightos (via Refinitiv).

2020. Em todo o ano de 2021, o PIB da China cresceu 8,1%, um valor marcado pelo bom crescimento alcançado no 1T (com uma recuperação de 18,3%). Contudo, parece inevitável um abrandamento a partir de 2022, devido aos efeitos conjuntos da demografia, de uma crise prevista no setor imobiliário e da continuação de uma política rígida de COVID zero. Assim, de acordo com as nossas últimas previsões, a economia chinesa deverá registar um crescimento ligeiramente inferior a 5% em 2022. Isto é confirmado pelos dados de atividade mais recentes disponíveis (por exemplo, as vendas a retalho de dezembro e o PMI de janeiro). Além disso, os novos surtos nas várias cidades do país e as medidas restritivas daí resultantes continuarão a ter um impacto negativo na evolução da atividade económica. A estes fatores acresce o forte abrandamento no setor imobiliário, ao qual o Banco Popular da China começou a responder com reduções nas taxas de juro (ver secção Mercados Financeiros). Do ponto de vista fiscal, as autoridades chinesas anunciaram uma utilização mais rápida das despesas em infraestruturas e, a nível local, estão a promover medidas para facilitar o acesso dos compradores ao mercado.

Chegou o momento da normalização monetária para as economias emergentes. As perspetivas económicas para as economias emergentes serão, entre outros fatores, impulsionadas pela Fed. Um aumento da inflação superior ao esperado nas economias desenvolvidas, associado a um ritmo mais rápido de aumento das taxas de juro, conduzirá a um aperto das condições macrofinanceiras nas economias emergentes. A Rússia e o Brasil, em particular, poderiam encontrar-se numa posição delicada. No caso de uma escalada do conflito com a Ucrânia e da adoção de sanções mais duras, as perspetivas económicas da Rússia serão particularmente afetadas. Por outro lado, o Brasil enfrenta a perspectiva de uma inflação elevada num ambiente de elevado endividamento, o que poderá levar a novos aumentos das taxas de juro e a um abrandamento da procura interna.

Global: PIB

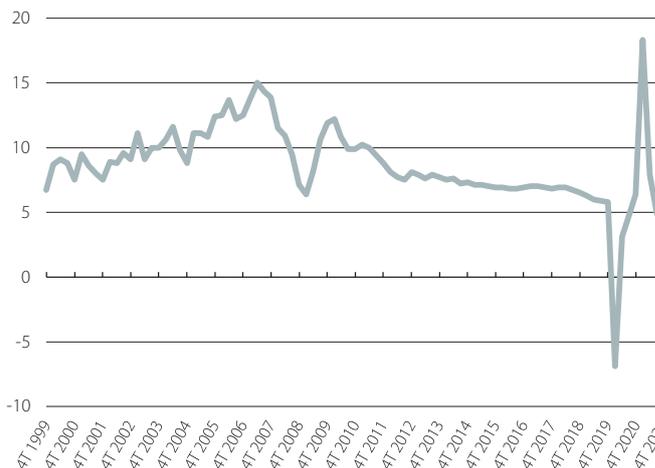
Varição homóloga (%)



Notas: Os agregados são calculados incluindo apenas as principais economias desenvolvidas e as economias emergentes. Em qualquer caso, os agregados são calculados a preços de mercado e não em termos de paridade de poder aquisitivo. (p) previsões.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados internos do CaixaBank.

China: PIB

Varição homóloga (%)



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

Rússia e Ucrânia: taxa de câmbio

Cotação spot do rublo e do hryvnia face ao euro



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

A Grande Renúncia: uma mudança de paradigma no mercado de trabalho americano?

Há meses que os analistas económicos dos EUA se debatem sobre a dificuldade do mercado de trabalho em regressar aos níveis pré-pandemia, apesar de o PIB já o ter feito no segundo trimestre de 2021. É surpreendente que um dos mercados laborais mais flexíveis do mundo esteja a demorar tanto a regressar à normalidade, principalmente quando comparado com o que se passa em países como Espanha onde, em teoria, existe bem menos flexibilidade. A pergunta é se podemos estar perante mudanças estruturais ou, como parece ser o caso noutras áreas da economia, se estamos perante desajustes pontuais entre a oferta e a procura que devem ser corrigidos ao longo do tempo.

Para começar, é surpreendente que no final de 2021 a taxa de atividade ainda se situasse 1,5 pontos abaixo dos níveis de fevereiro de 2020 (em 61,9% da população em idade ativa), após ter atingido um mínimo em abril de 2020 (3,2 p. p. menos do que em fevereiro desse mesmo ano). No entanto, nas três crises económicas anteriores, a população ativa praticamente não mudou (ver primeiro gráfico). Por outro lado, atualmente, a diminuição da força de trabalho traduz-se em cerca de 3 milhões de trabalhadores a menos nesta altura da recuperação.¹

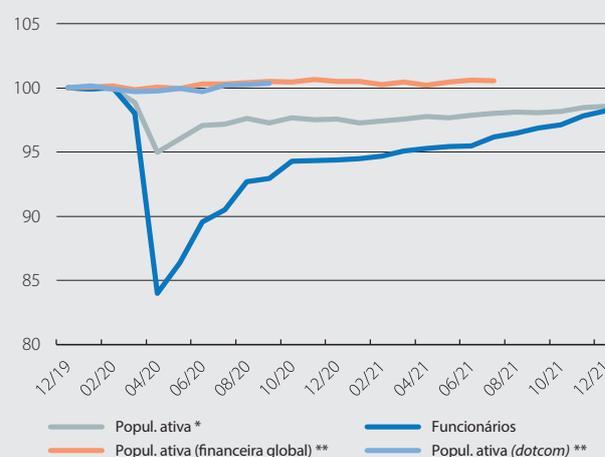
Para além desta mudança no comportamento da população ativa, surgiu um novo fenómeno no cenário laboral: a Grande Renúncia. Esta renúncia ou demissão (*quitting*, em inglês) no mercado laboral está a refletir-se no elevado número de pessoas que decidem deixar os seus postos de trabalho: mais de 4 milhões por mês, em comparação com uma média de pouco mais de 3 milhões nos anos anteriores à pandemia (ver segundo gráfico). Este é um fenómeno pouco comum nas crises anteriores.² Embora a maioria das pessoas que se demite tenha como objetivo encontrar um novo posto de trabalho (com melhores condições), em alguns casos, a renúncia constitui uma saída mais permanente da força de trabalho. Daí que os dois fenómenos, as renúncias e o abandono da força de trabalho, estejam estritamente relacionados e resultem num aumento do número de vagas para níveis nunca vistos nos últimos anos: mais de 10 milhões de ofertas por mês na segunda

1. A população ativa consiste no número total de trabalhadores e de desempregados. Em dezembro de 2021, havia menos 3,5 milhões de trabalhadores do que em fevereiro de 2020 (menos 2,3%) ou 2,9 milhões se forem considerados tanto os trabalhadores não agrícolas como os agrícolas.

2. A taxa de renúncia (*quit rate*) foi de cerca de 3% no segundo semestre de 2021, em comparação com 2,2% no período anterior à pandemia. Por outro lado, nas duas crises económicas anteriores (a financeira global e a *dotcom*), esta taxa não aumentou durante a recuperação económica, pelo contrário, diminuiu ligeiramente.

EUA: mercado de trabalho

Índice (100 = dezembro de 2019)

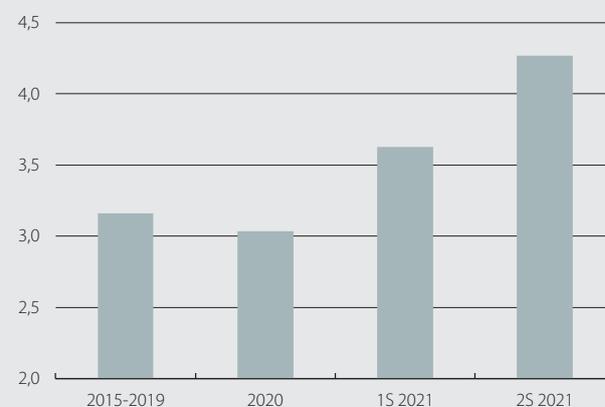


Notas: * A população ativa consiste nos empregados e nos desempregados. ** Variação da população ativa nas duas crises económicas anteriores. Na financeira global, 100 corresponde a novembro de 2007 e na *dotcom*, corresponde a fevereiro de 2001.

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

EUA: renúncias a postos de trabalho

(Milhões)



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

metade de 2021 (em comparação com cerca de 7 milhões antes da pandemia). Estas vagas não preenchidas estendem-se a todos os setores e níveis de formação. Em suma, uma vez recuperada a mobilidade, a rigidez da oferta laboral face ao aumento da procura reflete problemas pouco frequentes num mercado laboral tão eficiente como o americano.

De fatores mais ou menos conjunturais

O que poderia explicar este comportamento distinto da população ativa nesta crise? Uma combinação de fatores demográficos, económicos e até sociológicos. Em artigos

anteriores já desenvolvemos algumas destas razões:³ (i) limitações familiares, face ao encerramento das escolas durante muitos meses; (ii) os subsídios de desemprego muito generosos e outras transferências públicas realizadas durante o auge da pandemia; (iii) as reformas antecipadas dos *baby boomers*,⁴ e (iv) o efeito riqueza decorrente do aumento de preços no mercado imobiliário e o bom desempenho dos mercados de ativos financeiros.

O aumento (e antecipação) das reformas é um fator estrutural que pode continuar a pesar no mercado de trabalho nos próximos trimestres, enquanto o efeito das transferências generosas deve desaparecer e o comportamento dos ativos reais e financeiros deve ser moderado, principalmente se for confirmada a reviravolta da política monetária. No entanto, existem outros fatores sociológicos, tais como uma reavaliação da vida pessoal e profissional, que podem também estar a desempenhar um papel importante nestas mudanças na oferta laboral e cuja sustentabilidade ao longo do tempo é menos evidente.

Após um choque como uma pandemia, não é raro que muitas pessoas tenham mudado a sua escala de valores. Nos EUA, onde o trabalho é uma parte central da vida das pessoas (lideram o número de horas de trabalho semanais trabalhadas entre os países avançados), e onde ainda existe uma elevada precariedade laboral,⁵ um repensar centrado precisamente na atividade profissional é mais normal. Isto seria consistente tanto com a variação na força de trabalho como com a elevada percentagem de renúncias mensais.

Podemos até estar a testemunhar uma mudança de paradigma no mercado laboral dos EUA, com um aumento da «consciência de classes» entre os trabalhadores do país. Assim, por exemplo, num inquérito recente da Gallup, 68% dos trabalhadores aprovavam o papel dos sindicatos, a percentagem mais elevada dos últimos 57 anos. Contudo, é ainda demasiado cedo para tentar discernir quais destas mudanças poderão desaparecer após o fim da pandemia e quais terão uma natureza mais tendencial. Deste modo, também será testada a hipótese de transitoriedade no mercado de trabalho nos próximos meses.

Por enquanto, como era expetável, a Grande Renúncia e o seu efeito no aumento das vagas está a traduzir-se num aumento dos salários. A taxa de renúncia no final de 2021 (3,2%) seria consistente com aumentos salariais médios

EUA: taxa de renúncia vs. crescimento salarial

Crescimento salarial médio dos quatro trimestres posteriores, var. homólogo (%)



Notas: Dados trimestrais do primeiro trimestre de 2001 ao quarto trimestre de 2019 (pré-pandemia). O ponto vermelho é a estimativa salarial com taxa média de renúncia no final de 2021.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da BLS e da Fed de Atlanta (via Refinitiv).

até ligeiramente superiores aos atuais, a 5,5% (ver terceiro gráfico). Estes aumentos salariais tenderão a prolongar as pressões inflacionistas nos EUA e, entre outras razões, provocaram uma importante reviravolta na política monetária do país.

3. Ver o Focus «EUA: recuperação (in)completa do mercado laboral» no IM07/2021.

4. Segundo um estudo recente da Fed de Sant Louise, 2,4 milhões de *baby boomers* reformaram-se em 2020 e na primeira metade de 2021, mais do que o esperado. Ver Faria-e-Castro, M. (2021). «The COVID Retirement Boom». *Economic Synopses*, (25), 1-2.

5. Ver Kalleberg, Arne L. (2011). «Good jobs, bad jobs: The rise of polarized and precarious employment systems in the United States, 1970s-2000s». Russell Sage Foundation.

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	10/21	11/21	12/21
Atividade									
PIB real	-3,4	5,7	0,5	12,2	4,9	5,5	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	16,7	11,9	26,2	13,7	15,9	14,9	16,3	16,5
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	99,1	122,1	116,7	112,9	111,6	111,9	115,2
Produção industrial	-7,2	5,5	-1,6	14,7	5,5	4,5	4,8	5,0	3,7
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,3	61,0	60,0	60,1	60,8	60,6	58,8
Habitacões iniciadas (milhares)	1.396	1.598	1.599	1.588	1.562	1.644	1.552	1.678	1.702,0
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	...	249	262	274	...	279	283	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	6,2	5,9	5,1	4,2	4,6	4,2	3,9
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	57,6	58,0	58,6	59,2	58,9	59,3	59,5
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	...	-3,6	-3,6	-3,7	...	-3,6	-3,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	1,9	4,8	5,3	6,7	6,2	6,8	7,0
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	1,4	3,7	4,1	5,0	4,6	4,9	5,5

JAPÃO

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	10/21	11/21	12/21
Atividade									
PIB real	-4,5	...	-1,8	7,3	1,1	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	31,1	36,3	33,3	35,4	37,3	39,2	39,2	39,2	39,1
Produção industrial	-10,6	5,8	-1,5	19,9	5,9	1,2	-2,6	3,5	2,7
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	5,0	14,0	18,0	18,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	...	2,8	2,9	2,8	...	2,7	2,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,4	0,2	0,7	0,3	-0,4	0,2	-0,1	-0,4
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	0,5	0,1	0,6	0,8
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8

CHINA

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	10/21	11/21	12/21
Atividade									
PIB real	2,2	8,1	18,3	7,9	4,9	4,0	-	-	-
Vendas a retalho	-2,9	12,4	34,0	14,1	5,1	3,5	4,9	3,9	1,7
Produção industrial	3,4	9,3	24,6	9,0	4,9	3,9	3,5	3,8	4,3
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	51,3	51,0	50,0	49,9	49,2	50,1	50,3
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	680	621	605	636	680	663	661	680
Exportações	3,6	30,0	48,9	30,7	24,4	23,1	27,1	22,0	20,8
Importações	-0,6	30,1	29,4	44,0	25,6	23,7	20,4	31,4	19,5
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	0,0	1,1	0,8	1,8	1,5	2,3	1,5
Taxa de juro de referência ³	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Vendas a retalho (variação homóloga)	-0,9	...	2,6	12,7	2,5	...	7,8	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-7,9	...	4,8	24,2	6,1	...	-1,5	...	...
Confiança do consumidor	-14,3	-7,6	-13,8	-5,5	-4,6	-6,7	-6,8	-8,4	-8,5
Sentimento económico	88,0	110,1	94,6	113,2	116,8	115,7	116,2	113,8	112,7
PMI indústrias	48,6	60,2	58,4	63,1	60,9	58,2	58,4	58,0	59,0
PMI serviços	42,5	53,6	46,9	54,7	58,4	54,5	55,9	53,1	51,2
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	-1,5	...	-1,7	2,0	2,0	...	...	...	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,9	...	8,1	8,0	7,5	...	7,2	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,9	...	3,9	3,6	3,4	...	3,2	...	...
França (% pop. ativa)	8,0	...	8,0	8,2	7,9	...	7,5	...	...
Itália (% pop. ativa)	9,3	...	10,1	9,8	9,2	...	9,2	...	...
PIB real (variação homóloga)	-6,5	5,4	-1,1	14,4	3,9	4,6	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-4,9	3,0	-2,8	10,4	2,9	1,4	-	-	-
França (variação homóloga)	-8,0	7,4	1,7	19,0	3,5	5,4	-	-	-
Itália (variação homóloga)	-9,0	6,8	-0,3	17,3	4,0	6,4	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Inflação geral	0,3	2,6	1,1	1,8	2,8	4,6	4,9	5,0	...
Inflação subjacente	0,7	1,5	1,2	0,9	1,4	2,4	2,6	2,6	...

Setor externo

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Balança corrente	2,1	...	2,8	3,1	3,1	...	5,7	...	...
Alemanha	7,0	...	7,2	7,7	7,6	...	7,0	...	...
França	-1,9	...	-1,8	-1,6	-1,2	...	-0,6	...	...
Itália	3,8	...	3,8	4,3	4,2	...	1,7	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	93,8	94,2	95,3	94,9	93,9	92,7	92,5	92,7	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,3	3,4	6,4	2,3	1,8	3,2	2,9	4,2	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,2	3,8	3,1	3,9	4,1	4,1	4,2	4,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	...	1,1	1,2	1,3	...	1,1	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,4	...	1,3	1,3	1,3	...	1,3	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,9	12,6	16,1	12,4	11,4	10,5	10,3	10,1	...
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	1,0	-0,6	-2,0	-1,5	-1,4	-1,5	...
Instrumentos negociáveis	8,1	11,5	13,8	12,2	10,2	9,9	12,2	6,4	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	...	0,2	0,2	0,2	...	0,2	...	...

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

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

Crescimento aproxima-se de 5% em 2021

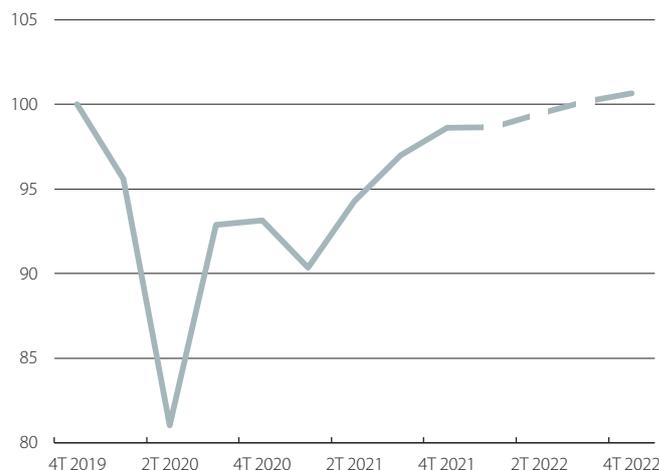
Crescimento do PIB no 4T 2021 surpreendeu de forma positiva. A primeira estimativa indica que o PIB avançou 1,6% em cadeia e 5,8% homólogo nos últimos três meses de 2021, colocando o crescimento anual nos 4,9%. O bom resultado do último trimestre terá beneficiado do consumo, impulsionado pela acumulação de poupanças nos períodos de confinamento; do bom comportamento das exportações de bens e, possivelmente, de serviços turísticos. Para 2022 apenas há informação relativa ao sentimento dos diversos agentes económicos, revelando comportamentos mistos. Os setores da indústria e serviços estão mais cautelosos no início de 2022, mas na construção e comércio a confiança melhorou. De igual modo, as famílias estão mais otimistas no início do ano, o que ajuda a que o consumo continue a ser um dos principais impulsionadores do crescimento. Entretanto, a situação pandémica aparenta entrar numa nova etapa. De facto, apesar do número de novos casos ter batido sucessivos recordes no mês de janeiro, a pressão hospitalar foi muito mais moderada, com a ocupação em UCI associada ao Covid a rondar os 15% da capacidade instalada do SNS. Também a letalidade se apresentou menos penalizadora com o número de óbitos crescente, mas cerca de 20% abaixo do registado há um ano.

Inflação acelera no início de 2022. Numa altura em que os inquiridos de conjuntura às empresas da indústria de bens de consumo assinalam níveis máximos históricos para a expectativa de preços a 3 meses, a estimativa rápida de janeiro confirmou esta tendência, com um aumento da inflação homóloga de 6 décimas, para 3,3%. Consideramos expectável que a componente energética continue a pesar neste início de ano sobre a inflação, por efeitos de base, aumento das tensões geopolíticas em torno da Ucrânia que se têm refletido no preço do Brent, mas também pela transferência dos custos energéticos para o preço final de outros produtos. O ano de 2021 fechou com uma inflação média anual de 1,3%: é preciso recuar a 2017 para encontrarmos uma cifra superior. Desde julho que a componente dos Transportes, que inclui os combustíveis para veículos automóveis, vinha a apresentar variações homólogas persistentemente acima de 5% (chegando mesmo a 8,8% em novembro). Foi, contudo, em dezembro que um maior número de componentes se cifrou acima de 2%, empurrando o dado de dezembro para 2,7%.

Turismo suporta recuperação. Os dados disponíveis de final de 2021 confirmam a trajetória de recuperação superior ao que projetávamos. De facto, na globalidade do ano passado, o número de hóspedes atingiu 54% do nível pré-pandémico (um pouco acima dos 50% projetados pelo BPI Research). O grande motor da recuperação foram os turistas residentes, que face a 2019 foram apenas menos 20%, enquanto nos não residentes este gap foi ainda de 64%. De facto, se olharmos para os dados das dormidas verificamos que, em regiões como o Algarve ou Madeira, o número de dormidas por parte de turistas residentes ultrapassou já os valores de 2019. Dados recentes do Eurobarómetro confirmam que uma maior atenção às medidas de segurança e saúde terá um efeito duradouro no comportamento dos turistas

Portugal: evolução do PIB em volume

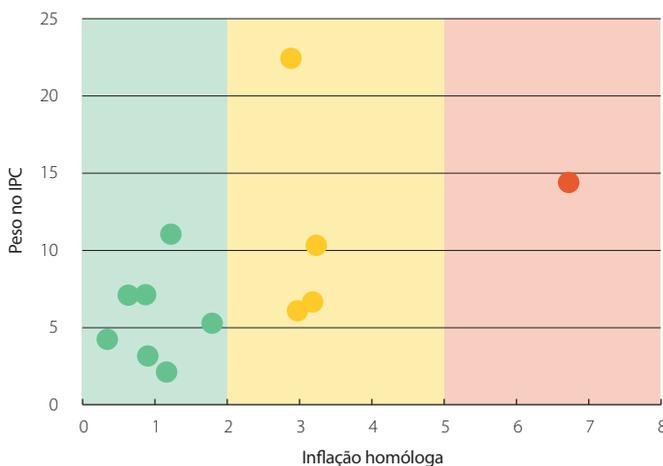
Índice (100 = 4T 2019)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE

IPC Dezembro 2021

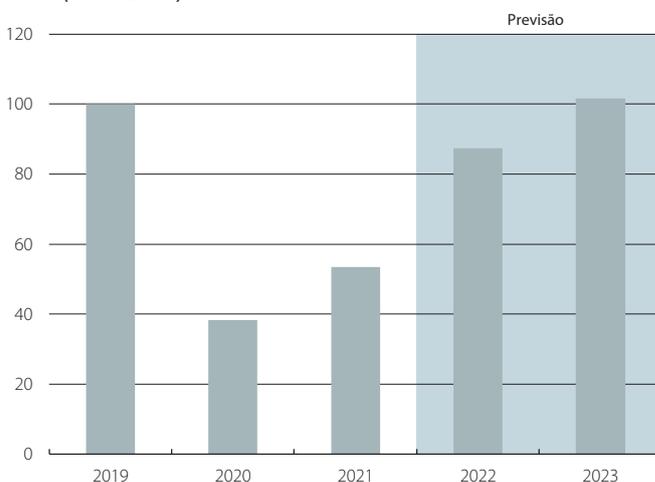
Visão por componentes



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

Nº de hóspedes

Índice (100 = 2019)



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

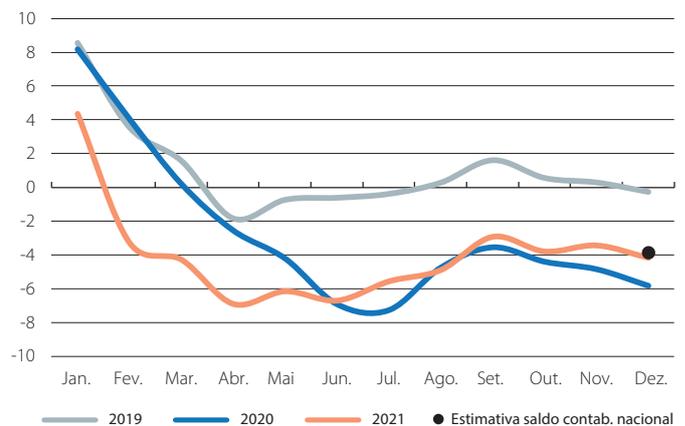
e Portugal poderá beneficiar de ser um dos países com elevados níveis de vacinação da população.

Défi ce inferior a 4% em 2021? O défi ce terá ficado em 4,2% do PIB (contabilidade pública), substancialmente melhor do que o défi ce de 5,8% registado em 2020 e abaixo da última estimativa do Governo (-4,7%). Assim, o défi ce na ótica oficial (ou seja, contabilidade nacional) pode ter ficado abaixo dos 4,0% do PIB, inferior à última estimativa do Governo e da previsão do BPI Research (-4,3% do PIB). O crescimento da receita (9,3%) superou o das despesas (5,2%), um comportamento que beneficiou do aumento da receita de IRS, IVA e contribuições para a Segurança Social, a par da receita do leilão de 5G, fundos europeus e dividendos da CGD. A despesa, por sua vez, aumentou principalmente devido ao crescimento das despesas com pessoal, transferências correntes, investimento e aquisição de bens e serviços (onde se inclui, por exemplo, a aquisição de vacinas e testes COVID-19). No conjunto, as medidas COVID terão atingido cerca de 2,6% do PIB em 2021, superior ao registado em 2020 (2,3%). Entretanto, o Partido Socialista ganhou com maioria absoluta as eleições legislativas de 30 de janeiro, garantindo um cenário de estabilidade nos próximos 4 anos. A elaboração e apresentação da Proposta de Orçamento de Estado para 2022 deverá ser célere (deverá entrar em vigor em abril ou maio), considerando que será apresentada a proposta rejeitada em outubro, provavelmente ajustada à luz dos últimos dados económicos.

Necessidades de financiamento não cobertas pelas compras do BCE aumentam face a 2020 e 2021, mas continuam inferiores a 2018 e 2019. Mais concretamente, em 2022, as necessidades de financiamento do Estado para cobrir o défi ce público e o vencimento de dívida de médio e longo prazo estimam-se em 24,3 mil milhões de euros. Para a sua cobertura, o Tesouro espera emitir 17,7 mil milhões de euros de obrigações do tesouro. O restante será financiado por dívida de curto prazo, fundos europeus e utilização de depósitos do tesouro (1,3 mil milhões de euros). Embora as necessidades de financiamento ainda se situem acima das observadas em 2018 e 2019, há já uma sinalização do retorno à consolidação das contas públicas (interrompida nos anos da pandemia), fundamental para ancorar a confiança do mercado no ano em que o BCE inicia a retirada dos estímulos monetários. Com efeito, as nossas estimativas apontam para que as compras de OT's pelo BCE em 2022 se reduzam para cerca de 10 mil milhões de euros, mais ou menos metade do que foi em 2020 e 2021, cobrindo em pouco mais de 40% das necessidades de financiamento do ano (muito abaixo dos 85% e 90% registados em 2020 e 2021, mas ainda acima dos níveis de cobertura de 2018 e 2019).

Carteira de crédito ao sector privado não financeiro termina o ano a crescer. Em dezembro, a carteira aumentou 2,9% homólogo, um desempenho explicado quer pelas empresas (2,2% homólogo), quer pelos particulares (3,3% homólogo). Destaca-se o crédito à habitação, cuja carteira cresceu 3,3% homólogo, um comportamento explicado pelo forte dinamismo das novas operações (à data em que escrevemos este artigo sabe-se que até novembro aumentaram 38% homólogo), mantendo-se, ainda assim, abaixo dos máximos de 2007.

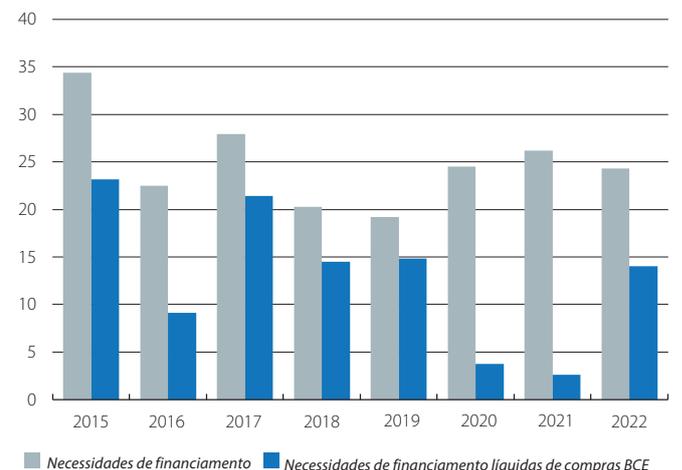
Portugal: saldo Orçamental das Adm. Públicas* (% do PIB)



Nota: * Contabilidade pública.

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

Portugal: necessidades de financiamento (Mil milhões de euros)



Nota: Não inclui dívida de curto prazo.

Fonte: BPI Research a partir de dados do IGCP e BCE

Portugal: carteira de crédito de empresas e particulares

Taxa de variação homóloga (%)



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

Setor agroalimentar (I): Recuperação notável no pós-pandemia

A produção do setor agroalimentar¹ representa praticamente 8% da produção nacional, destacando-se aqui a produção da indústria alimentar que representa 4,3% da produção total, ou seja mais de metade da produção do setor.

Tal como outros setores de atividade, também o agroalimentar sofreu as consequências da pandemia, mas o movimento de recuperação tem sido notável.

Assim, começando pelo setor primário, a perda de praticamente 6% no VAB em 2020 já tinha sido recuperada nos 3 primeiros trimestres de 2021, um movimento mais forte do que o conjunto da economia, que em 2020 contraiu 8,4% e que em setembro 2021 permanecia 5,1% abaixo do nível de setembro 2019. Com base neste bom desempenho, o INE estima que em 2021, a produção agrícola, (incluindo produção da agricultura e animal) registre um avanço de 6,7% a preços constantes, depois de em 2020 ter praticamente estagnado. Para este comportamento contribuem especialmente os produtos de origem vegetal que, representando cerca de 61% da produção agrícola, avançam 10%. Aqui destaca-se a produção de fruta, de produtos hortícolas e de vinho, que representando, respetivamente 22%, 12% e 10% da produção agrícola, têm taxas de crescimento de 14,5%, 14% e 5% em 2021. Na produção animal – 34% da produção agrícola – destaca-se a criação de bovinos, suínos e a produção de leite.

A produção no setor secundário (10% do setor das manufaturas) apresenta um movimento de recuperação mais acentuado no setor alimentar do que nas bebidas. Até novembro, a produção no setor das bebidas ainda estava 9% abaixo da produção em 2019, enquanto que no setor alimentar estava apenas 1% abaixo (5% no caso da indústria transformadora total). A evolução da faturação tem um padrão semelhante, mas menos benigno: na indústria alimentar até novembro já excedia em 2,1% a de 2019, enquanto que no setor das bebidas ainda estava 1,8% abaixo.

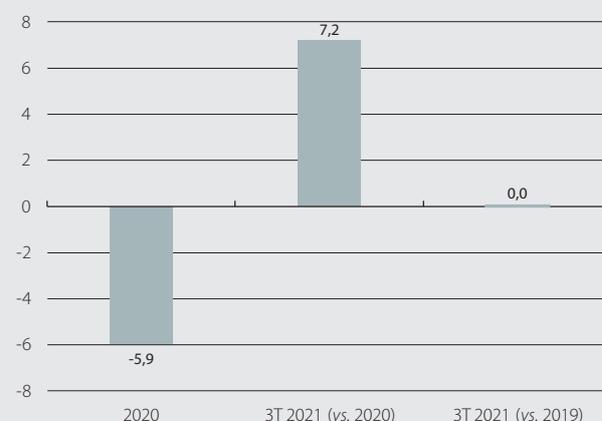
O emprego continua abaixo dos níveis pré-covid em ambos os setores: 6% abaixo no caso da indústria alimentar e 2,5% nas bebidas (3% abaixo na indústria transformadora). No setor primário, apesar do esperado aumento da produção, o emprego manter-se-á, em 2021 1,3% abaixo do nível de 2019, refletindo a queda de 2% do emprego não assalariado e um ligeiríssimo aumento do assalariado.

Esta tendência no setor primário refletirá alterações estruturais no setor, nomeadamente a maior empresarialização do setor. Entre 2009 e 2019, o número de empresas mais

1. Inclui agricultura, produção alimentar, caça e serviços relacionados, indústrias alimentares, bebidas e tabaco.

VAB do setor primário

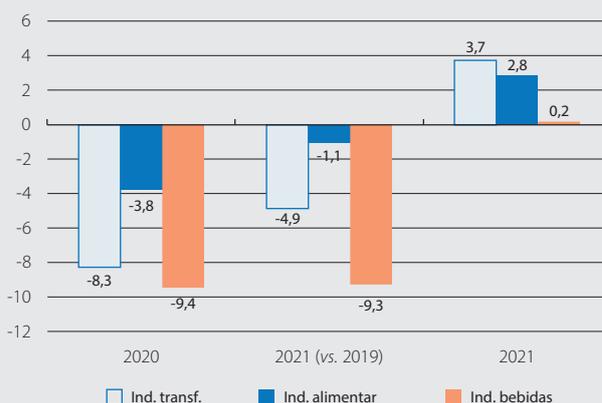
Var. homóloga (%)



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

Produção industrial

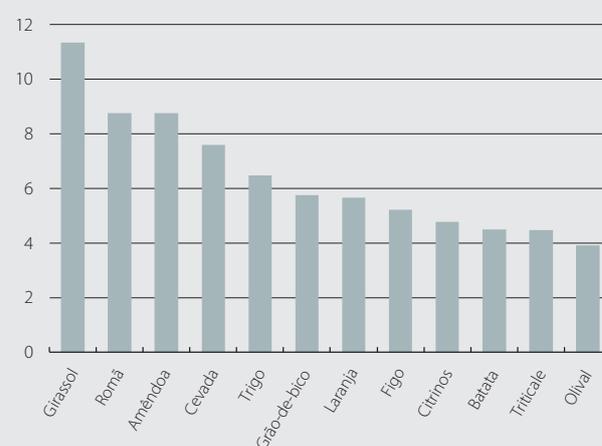
Variação anual (%)



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

Produtividade (kg/ha)

Crescimento médio anual entre 2010-2020



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

Exportações agroalimentares

	Jan.-nov. 2021 M €	Peso 2021	Var. 2020 (%)	Var. jan.- nov. 2021 (vs jan.-nov. 20) (%)	Var. jan.- nov 2021 (vs jan.-nov. 19) (%)
Bebidas	1.197,3	15,7	2,8	11,2	14,1
das quais: vinho	856,2	11,2	4,5	8,6	13,5
Gorduras e óleos animais ou vegetais	858,0	11,2	4,0	18,2	25,1
das quais: azeite	550,6	7,2	3,5	8,2	14,5
Peixes, crustáceos e moluscos	737,0	9,7	-23,8	27,6	-4,2
Frutas	705,7	9,2	7,2	-5,2	3,6
das quais: framboesas e amoras	196,2	2,6	3,1	2,8	4,4
citrinos	135,4	1,8	55,7	-22,8	22,1
Tabaco	678,0	8,9	12,8	5,5	19,9
Legumes e hortaliças	653,4	8,6	1,3	6,1	6,7
Prod. ind. alimentar a partir de hortícolas e frutas	446,2	5,8	7,8	4,4	11,4
Prod. ind. alimentar a partir de cereais	374,4	4,9	2,4	6,7	9,3
Leite, produtos lacteos e ovos	376,3	4,9	-4,1	23,5	17,3
do qual: leite e derivados	303,7	4,0	-3,7	23,2	17,7
Prod. ind. alimentar de carne, peixes e crustáceos	295,8	3,9	9,0	1,1	9,8
Carnes	225,0	2,9	15,4	10,3	26,9
das quais: suína	93,2	1,2	1,2	-11,3	24,3
Bovinos vivos	124,3	1,6	29,8	20,4	58,7
Suínos vivos	56,3	0,7	50,5	-9,2	36,5
Outros produtos	903,9	11,8	4,1	22,5	26,8
Total	7.631,8	100,0	2,3	11,2	13,8

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

que duplicou (+115,5%) ascendendo a 14.604, das quais 48% com dimensão superior a 20 hectares. E naturalmente, a profissionalização do setor traduz-se num incremento da produção, através do aumento da mecanização da atividade agrícola, nomeadamente a utilização de tecnologias avançadas de agricultura de precisão² e na redução da mão de obra agrícola (-14,4% entre 2009 e 2019), motivando um aumento significativo da produtividade no setor. Nos últimos cinco anos destacam-se os aumentos da produtividade no girassol, romã, amêndoa, entre outros (ver terceiro gráfico). Nos últimos 5 anos também se destacou o aumento da produtividade nos frutos de pequena baga, nomeadamente amoras e mirtilos.

Vinho, azeite e produtos hortícolas ganham gás no pós pandemia

O bom desempenho do setor agroalimentar é particularmente evidente no comércio internacional. Depois de em 2020, ter exportado mais 2,3% do que em 2019, nos 11 meses de 2021, o valor exportado excedia em quase 14% os níveis pré pandémicos, evolução muito acima da registada na exportação total de bens (5,2%). As importações

2. Recurso a dados georreferenciados (de satélite, de drones, de sensores e outros) que permitem intervenções dirigidas e zonalmente diferenciadas (aplicação de fertilizantes ou fitofármacos, regas, sementeiras/plantações, etc). Embora a sua utilização seja ainda uma realidade marginal, com 0,3% das explorações a referirem a disponibilidade desses as áreas e os efetivos associados a essas explorações (e potencialmente beneficiados por estas tecnologias) são mais importantes: 4,2% da SAU e 1,6% das CN pertencem a explorações com disponibilidade destes dados (com 2,3% e 0,8%, respetivamente, a referirem o seu uso para definir operações culturais). (INE, Recenseamento agrícola 2021).

também aumentaram, mas de forma mais moderada (4,7% no acumulado até novembro), permitindo uma redução do défice comercial do setor em cerca de 400 milhões euros, para 3,1 mil milhões.

Principal destino das exportações agroalimentares é Espanha (35% do total exportado), seguido de França (11%); Itália (6,5%) e Brasil (5%); e praticamente metade (47,4%) são exportações das indústrias alimentar e bebidas, seguida das de animais vivos (22%) e das de produtos agrícolas (19,5).

Com 2021 quase terminado, praticamente todos os produtos do setor agroalimentar superavam os níveis pré pandemia, e entre eles destacam-se, pelo seu peso no total exportado, o vinho, o azeite e os produtos hortícolas. Adicionalmente, é de salientar a evolução muito positiva nas exportações de bens como sejam o leite e seus derivados, a carne, sobretudo de porco, e os animais vivos. Da mesma forma, as exportações de produtos alimentares transformados registaram incrementos significativos em 2021.

Enfim, 2021 foi um bom ano para o agroalimentar, colocando o setor mais bem posicionado para enfrentar os desafios que tem pela frente, sobretudo no que respeita ao cumprimento das metas inscritas no pacto ecológico europeu, tema que abordaremos num próximo focus.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Índice coincidente para a atividade	-5,4	1,7	-2,5	1,7	3,8	3,6	3,6	3,6	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	...	-0,8	25,0	-4,7	...	0,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,8	-5,7	-13,6	-5,0	-1,5	-2,7	-2,7	-2,1	-1,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	...	47,9	-28,7	-2,4	...	0,2	...	...
Compra e venda de habitações	-5,7	...	0,5	58,3	25,1	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,3	8,6	6,2	8,5	8,7	11,0	11,2	11,2	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	52,1	-86,7	-74,2	-38,7	52,1	21,2	52,1	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-21,6	-2,9	-19,1	-9,9	5,5	11,9	11,8	14,0	10,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,5	-7,5	16,0	2,8	6,6	10,3	6,5	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,1	4,1	-1,0	4,4	6,9	6,1	6,1	5,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-24,4	-17,3	-13,6	-13,5	-13,3	-16,4	-18,7
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,6	-1,3	4,5	4,7	...	3,1	3,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	7,1	6,7	6,1	...	6,3	5,9	...
PIB	-8,4	4,9	-5,7	16,1	4,2	5,8	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Inflação global	0,0	1,3	0,4	0,8	1,5	2,4	2,6	2,7	3,3
Inflação subjacente	0,0	0,8	0,5	0,2	0,9	1,5	1,7	1,8	2,5

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	...	-8,0	9,5	13,4	...	15,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	...	-15,7	1,8	10,2	...	17,3	...	...
Saldo corrente	-2,2	...	-2,1	-1,5	-1,9	...	-2,6	...	...
Bens e serviços	-3,6	...	-3,5	-3,8	-4,2	...	-5,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,3	...	1,4	2,3	2,3	...	2,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	0,0	...	0,1	0,5	1,2	...	0,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	10,5	8,6	8,7	9,3	9,2	9,3	...
À vista e poupança	18,8	16,3	18,5	15,3	15,5	16,3	16,7	16,3	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	2,1	1,0	1,0	1,2	0,7	1,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-23,6	-15,0	-5,2	-4,1	-7,8	-4,1	...
TOTAL	8,9	9,0	9,2	7,7	8,2	9,0	8,7	9,0	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	5,1	4,4	4,2	2,9	4,1	2,9	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	11,0	7,2	5,8	2,2	5,5	2,2	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	2,7	2,6	3,3	3,3	3,2	3,3	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	-1,2	3,0	3,2	3,1	3,3	3,1	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	-5,1	4,5	4,1	3,8	4,4	3,8	...
TOTAL	4,2	2,9	4,7	4,4	4,2	2,9	4,1	2,9	...
Taxa de incumprimento (%)²	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 Refinitiv.

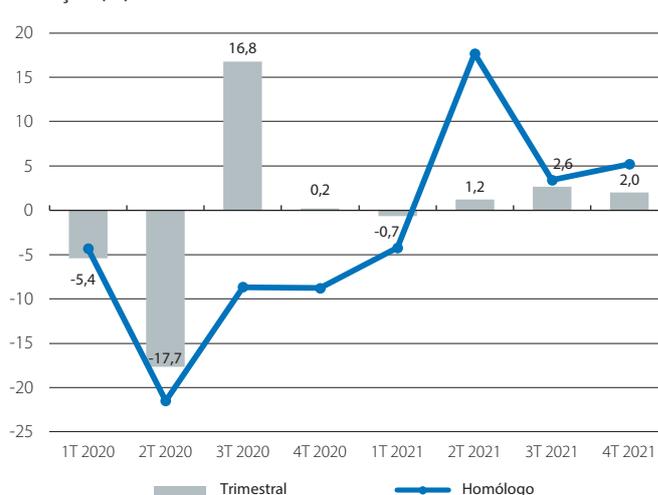
A economia espanhola mostra resiliência perante a investida da nova vaga de contágios

O PIB cresceu 5,0% em 2021 após ter mostrado um bom comportamento na parte final do ano. A atividade económica cresceu 2,0% trimestral no 4T 2021, um registo inferior ao do trimestre anterior (2,6%), mas superior ao esperado pelo BPI Research (1,4%). Em termos homólogos, o aumento foi de 5,2% e em relação ao nível pré-pandémico (4T 2019) o PIB ficou 4,0% abaixo deste. Por componentes de procura, o forte aumento em cadeia é explicado pelo crescimento do investimento e das exportações. Em concreto, o investimento aumentou 4,9% trimestral, impulsionado principalmente pelo investimento em equipamento. Destaque também para a contribuição positiva da variação dos inventários, que pode estar a refletir a preferência das empresas pela constituição de *stocks* para dar resposta às dificuldades da cadeia de abastecimento. Por sua vez, as exportações cresceram uns notáveis 6,5%, graças a um elevadíssimo aumento dos serviços (33%), ficando apenas 5,1% abaixo do nível do 4T 2019, quando há apenas dois trimestres estavam 42,8% abaixo. Sem dúvida, a recuperação do setor do turismo está muito associada ao bom desempenho desta componente. Em contraste, o consumo privado desiluiu, com uma queda de 1,2% trimestral, afetado pelo contexto epidemiológico e pela elevada inflação. A força dos dados do PIB do 4T 2021 é suscetível de nos levar a rever em alta a previsão de crescimento do PIB para o conjunto do ano de 2022, que atualmente se situa em 5,5%.

A sexta vaga de contágios parece ter atingido o seu pico. O número de contágios em Espanha abrandou ligeiramente durante a última semana, embora ainda se mantenha a um nível muito elevado de 3.195 contágios por 100.000 habitantes em 14 dias (a este ritmo, 3,2% da população seria contagiada a cada 14 dias). Apesar da elevada taxa de contágios, e graças à implantação generalizada da vacina entre a população (91% da população com mais de 5 anos tem o esquema de vacinação completo e 81% da população com mais de 50 anos recebeu uma dose de reforço), a pressão sobre os hospitais continua a ser menor que nas vagas anteriores. Por exemplo, o número de pacientes COVID em camas de UCI em janeiro deste ano foi 28% e 51% abaixo dos registos de novembro de 2020 e fevereiro de 2021, respetivamente. A estabilização do ritmo de contágios, os níveis contidos de pressão sanitária e o progresso da campanha da dose de reforço sugerem que será possível ultrapassar a sexta vaga sem ter de recorrer a grandes medidas de restrição da atividade. Assim, embora tenha um efeito na atividade, quer através do canal de incerteza, quer limitando os fluxos de mobilidade internacional ou aumentando o absentismo devido a baixas por doença, este impacto será moderado, não deverá conduzir a um declínio do PIB no 1T do ano e o processo de recuperação económica deverá retomar rapidamente assim que a situação epidemiológica mostrar sinais claros de melhoria.

Os indicadores mais recentes, embora ainda escassos, mostram que a atividade resistiu à investida da nova vaga de contágios no início de 2022. Assim, o índice PMI do setor industrial em janeiro manteve-se em 56,2 pontos, o mesmo nível do mês

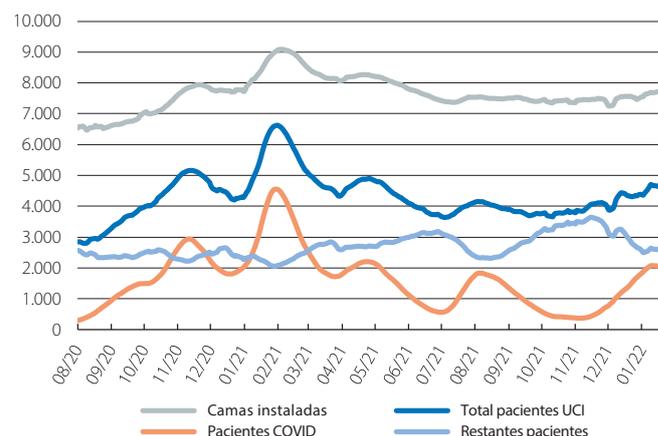
Espanha: PIB Variação (%)



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

Espanha: ocupação de camas em UCI por parte de pacientes com e sem COVID-19

Número total de camas em UCI e pacientes admitidos

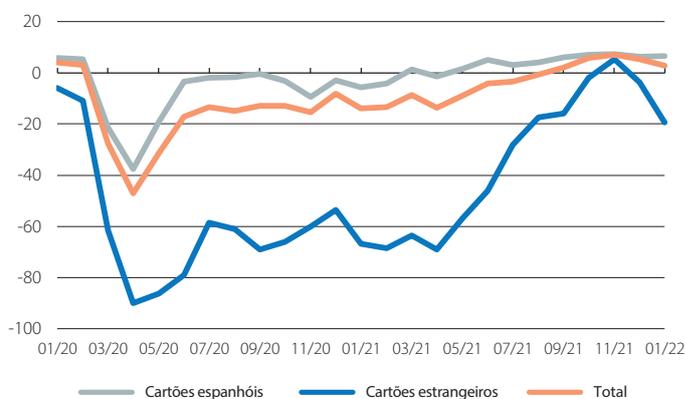


Nota: Dados atualizados até 26 de janeiro de 2022.

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

Espanha: indicador de consumo do CaixaBank

Variação face a 2019 (%)



Notas: Gastos e levantamentos com cartões emitidos pelo CaixaBank e gastos de estrangeiros em caixas multibanco do CaixaBank. No caso dos cartões estrangeiros também estão incluídos os levantamentos em caixas automáticas do CaixaBank. São excluídos os clientes e caixas multibanco provenientes ou partilhados com o Bankia. Os dados de janeiro incluem apenas as primeiras três semanas do mês.

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

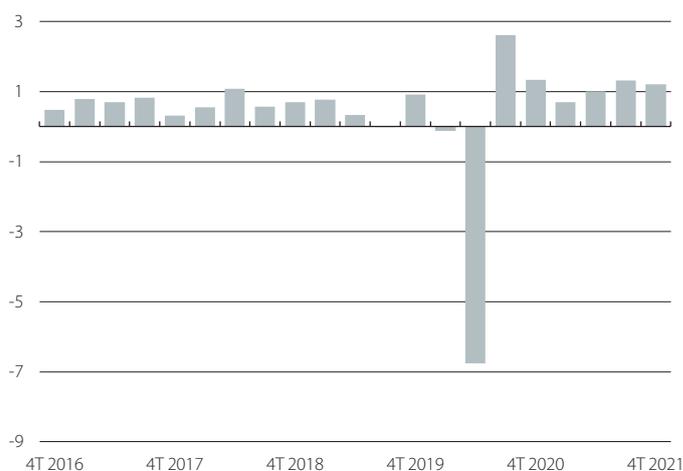
anterior e muito acima do limiar de não alteração (50 pontos). Por sua vez, o indicador CaixaBank relativo ao consumo mostrou um crescimento homólogo de cerca de 13% nas primeiras três semanas de janeiro, superior à variação homóloga de dezembro de 2021 (9,5%). Finalmente, as inscrições na Segurança Social registaram um aumento em janeiro, em termos ajustados de sazonalidade de 71.948 pessoas.

Muito bom balanço do mercado de trabalho espanhol em 2021, após a forte deterioração do ano anterior. Segundo a EPA, o emprego fechou 2021 com um aumento de 841.000 pessoas, o número de desempregados diminuiu em 616.000 e a taxa de desemprego caiu para 13,3% em comparação com 16,1% no final de 2020. Esta intensa recuperação levou a uma melhoria em relação aos números pré-pandémicos: há mais 218.000 empregados e menos 88.000 desempregados do que no 4T 2019. Centrando-nos nos dados do 4T 2021, os resultados foram positivos, embora confirmem uma ligeira desaceleração. Em termos ajustados de sazonalidade, o emprego abrandou o aumento trimestral para 1,2%, de 1,3% no 3T 2021, e as horas trabalhadas aumentaram a uma taxa homóloga de 2,5%, face a 5,1% no trimestre anterior. O fraco desempenho das horas trabalhadas deve-se em parte ao aumento do número de pessoas empregadas que não trabalharam na semana de referência, mais 2,6% do que no ano anterior.

A inflação permanece em níveis elevados e já há sinais de contágio aos outros componentes do IPC. A inflação global situou-se em 6,0% em janeiro (6,5% em dezembro), de acordo com os dados avançados do INE de Espanha, o que abrandou a tendência ascendente dos últimos meses, embora se mantenha em níveis historicamente elevados. Esta moderação deve-se ao efeito de base provocado pelo aumento dos preços da eletricidade em janeiro de 2021. Resta esperar que a inflação aumente de novo em fevereiro, à medida que este efeito se desvanece. A inflação subjacente continuou a subir, tendo alcançado os 2,4% (2,1% em dezembro). Este aumento sugere que a elevada inflação está a estender-se aos outros componentes do cabaz de consumo. A título de exemplo, os dados de inflação de dezembro por componentes do cabaz do IPC, os últimos disponíveis a este nível de detalhe, mostram que a inflação é superior a 2% em 55% do total do cabaz e superior a 5% em 23% do cabaz. Em setembro, estas percentagens eram de 30% e 12%, respetivamente (ver o Focus «Os efeitos da segunda fase do choque inflacionista», neste IM).

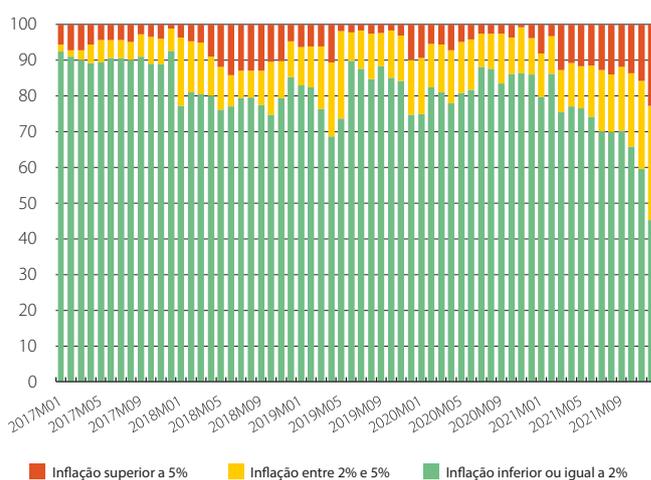
A melhoria das receitas do turismo permite alargar o excedente da contacorrente. No acumulado do ano até novembro, o saldo da contacorrente apresentou um excedente de 9.735 milhões de euros, mais 16,9% do que no mesmo período de 2020, mas ainda longe dos números de 2019 (24.425 milhões). A melhoria da balança corrente é explicada, principalmente, pelo excedente da balança de turismo, que aumentou 114% homólogo, atingindo 18.173 milhões, embora ainda estivesse muito abaixo do registo de 2019 (44.524 milhões). Em contrapartida, o défice comercial aumentou 68,7% homólogo para 20.836 milhões. O aumento do défice deve-se a uma acentuada deterioração do défice energético, de 59% homólogo para 24.441 milhões, o que reflete o aumento do preço do gás e do petróleo, ligeiramente compensado por uma ligeira melhoria do excedente do componente não energético (18,9% homólogo, para 3.575 milhões).

Espanha: emprego (dados ajustados de sazonalidade) Variação em cadeia (%)



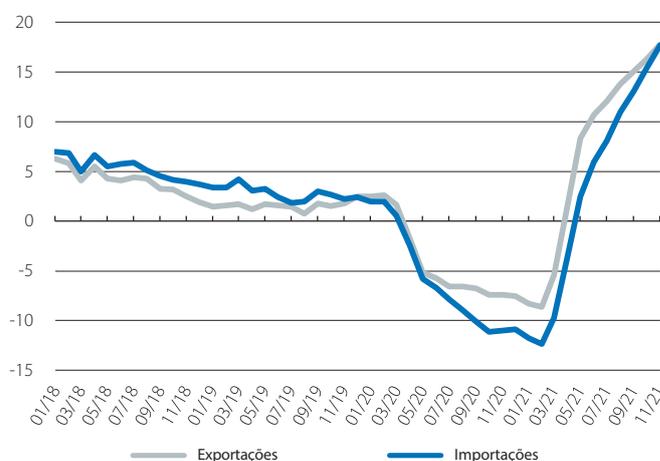
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

Espanha: o semáforo da inflação (% do cabaz)



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

Espanha: comércio externo de bens * Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



Notas: * Dados nominais, série sem sazonalidade. Sem incluir energia.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Departamento Aduaneiro.

Balanço NGEU 2021: as reformas foram efetuadas, mas o arranque dos investimentos foi complexo

Terminado o primeiro ano de desembolsos dos fundos europeus NGEU, é tempo de fazer um balanço. Espanha incluiu, no OE 2021, 24 mil milhões de euros do Mecanismo de Recuperação e Resiliência, o principal instrumento do NGEU e, nesse mesmo ano, recebeu 19 mil milhões de euros da Europa sob a forma de transferências não reembolsáveis (9.000 de adiantamento em agosto e 10.000 em dezembro). As expectativas foram cumpridas? Os investimentos e as reformas estão a ser implementados como previsto?

Investimentos: muitos projetos ativados, mas poucos totalmente executados

Em termos de investimentos, 2021 foi um ano de ativação do aparelho administrativo e da implementação da estrutura de gestão dos fundos europeus. Importa salientar que apenas na segunda metade de 2021 é que o Operational Arrangement foi celebrado com a Comissão Europeia, um documento que indica detalhadamente a forma de apresentação às instituições comunitárias da documentação que prova o cumprimento dos marcos e objetivos intermédios dos quais depende o desembolso dos fundos por parte da Comissão.

Muitos projetos foram implementados em 2021 (ver gráfico), num montante total de cerca de 20 mil milhões, segundo dados do Governo espanhol,¹ incluindo as convocatórias de ajuda e concursos públicos, bem como aqueles elementos que deram início à distribuição de fundos às administrações regionais, locais e às instituições públicas que executam programas de investimento. Contudo, ao analisar a execução dos fundos, esta estimativa é demasiado ampla, visto que inclui projetos em que os fundos se encontram (ou encontrar-se-ão iminentemente) à disposição do setor público, mas nos quais os programas de ajuda associados ainda não foram publicados. Por outras palavras, dinheiro que ainda está «nos bolsos».

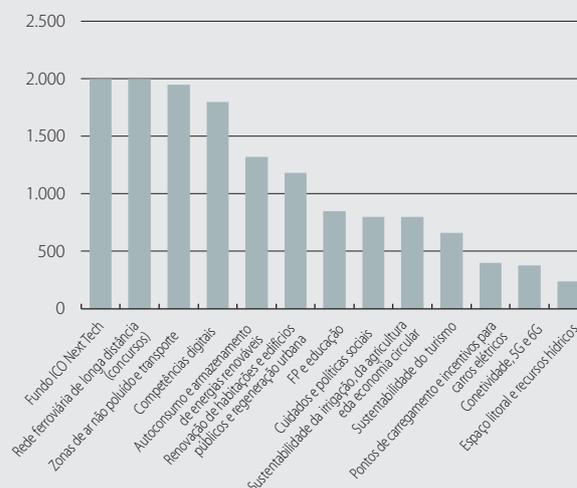
Limitar-se aos concursos e aos subsídios já publicados (abertos e fechados) prévios à execução dá uma imagem mais precisa do ritmo a que os investimentos estão a atingir a economia real. Segundo este critério, conclui-se que em 2021 foram mobilizados 9.300 milhões de euros² (7.300 em subsídios e 2.000 em concursos), 38% da quantia incluída nos orçamentos. Na primeira tabela, podemos distinguir as principais convocatórias de 2021: destaca-se o programa ICO para financiar a digitalização das PME, um programa em que o setor bancário desempenhará um papel importante, e os programas sobre mobilidade sustentável e transformação urbana, bem como de energia com uma clara aposta na sustentabilidade (autoconsumo de energias renováveis e renovação energética do parque habitacional). Se quisermos ser ainda mais precisos e passar à última camada, a quantidade de fundos efetivamente atribuídos

1. Segundo os dados da Mesa de Diálogo do Plano de Recuperação de 10 de janeiro, tinham sido efetuadas autorizações no valor de 20.975 milhões de euros.

2. Dados da CEOE. Ver CEOE (2022). «Informe de Seguimiento de los Fondos Next Generation EU». Janeiro.

NGEU: principais investimentos ativados* em 2021

(Milhões de euros)



Notas: * Dinheiro em circulação à disposição do setor público e privado ou onde teve início o processo para a sua distribuição. Inclui os fundos transferidos para as comunidades autónomas, administração local e organismos públicos, embora não tenham publicado o programa de ajuda associado.

Fonte: BPI, a partir do relatório de execução do Plano de Recuperação 2021 do Governo.

NGEU: programas de ajuda em 2021

Principais publicitações de subsídios em 2021 *	M €
Fundo ICO Next Tech	2.000
Zonas de ar não poluído	1.000
Autoconsumo e armazenamento de energias renováveis	670
Sustentabilidade do turismo	660
MOVES II e MOVES III. Mobilidade eficiente e sustentável	500
Renovação energética dos edifícios e regeneração urbana	425
Universidades	362
Infraestruturas digitais para a coesão - banda larga (UNICO-Banda Ancha 2021)	250
Equipamento científico e técnico	180
Ação Estratégica na Saúde 2017-2020	164
Ajudas para a ciência e inovação	156
Inteligência artificial	155
Total de investimentos autorizados através de subsídios e concursos **	9.300
Total fundos no OE 2021	24.200

Notas: * Algumas destas publicitações ainda estão abertas e outras já estão fechadas. ** Dados da CEOE.

Fonte: BPI Research.

Principais reformas 2021

Reformas	Estádio	Pontos relevantes
Reforma laboral	Decreto-lei aprovado pelo CdM/Pendente de processo parlamentar	A flexibilidade empresarial é mantida, os contratos temporários são limitados e os ERTE (mecanismo RED) são potenciados. Além disso, é recuperada a ultra-atividade dos acordos e a primazia dos acordos setoriais sobre face aos da empresa (salário e horários).
Reforma das pensões (primeira tranche)	Aprovada pelas Cortes/entrou em vigor a 1 de janeiro de 2022	Reavaliação das pensões segundo o IPC, incentivos para atrasar a reforma e subida das contribuições sociais em 0,6 p. p. a aplicar entre 2023 e 2032.
Ley Crea y Crece	Projeto de lei aprovado pelo CdM em novembro	Facilita a burocracia para a criação de empresas, mas seria também desejável uma redução dos custos não corporativos de arranque, dos custos recorrentes e dos limiares regulamentares segundo a dimensão.
Lei de Start-ups	Projeto de lei aprovado pelo CdM em novembro	Incentivos fiscais para facilitar a atração de talentos e a promoção de <i>hubs</i> tecnológicos. Deixa de lado: empresas resultantes de fusões ou cisões, com >40% de trabalhadores fora de Espanha, volume de negócios > 5 M €.
Lei de FP	Projeto de lei aprovado pelo CdM em setembro	A formação dupla é generalizada para garantir que existe um período experimental nas empresas.
Lei das Telecomunicações	Projeto de lei aprovado pelo CdM em novembro	Facilitará a implementação das redes de capacidade muito elevada e das infraestruturas necessárias para o 5G.
Lei do Emprego	Anteprojeto de lei apresentado no CdM em dezembro	Incentiva a digitalização do SEPE, com uma atenção personalizada para os desempregados e empresas. Os resultados serão avaliados periodicamente.
Redução do emprego temporário no setor público	Aprovada pelas Cortes em dezembro	Medidas para reduzir a taxa de emprego temporário dos atuais 30% para 8% em 2024. Os interinos contratados antes de 1 de janeiro de 2016 poderão passar a efetivos sem concurso.
Lei das falências	Projeto de lei aprovado pelo CdM em dezembro	Melhoram os mecanismos para a reestruturação da dívida das empresas.

Fonte: BPI Research.

ao tecido produtivo, o número será consideravelmente inferior aos 9.300 milhões, uma vez que muitas das convocatórias ainda não foram concluídas. Na verdade, com dados até a primeira quinzena de dezembro, calculamos que apenas pouco mais de 4.000 milhões correspondiam a convocatórias de subsídios já encerradas.³

Assim, o impacto macroeconómico do NGEU em 2021 foi muito reduzido, em parte devido à complexidade na ativação da estrutura administrativa para absorver uma quantidade tão elevada de fundos em tão pouco tempo. No entanto, a situação deve melhorar em 2022: existem muitos projetos em curso que devem cristalizar e alcançar o tecido produtivo e espera-se atingir uma velocidade de cruzeiro em relação a convocatórias e desembolsos. Além disso, já foram apresentados três PERTES (energias renováveis, veículos elétricos e saúde de vanguarda), cujos investimentos deverão ser mobilizados a partir de 2022, e existem mais quatro em preparação (agroalimentar, economia social, aeroespacial e a utilização do espanhol no contexto digital).

Se tudo o que era esperado em 2021 e uma parte do que foi orçamentado em 2022 for executado (estamos a falar de um total de cerca de 25.000 milhões de execução), o impacto macroeconómico no crescimento em 2022 seria substancial (≈1,5 p. p.). A rápida execução dos fundos em 2022 é também importante para a continuação do desembolso dos fundos europeus: os primeiros desembolsos dependem principalmente da implementação de reformas – dos 92 marcos autorizados para 2020 e 2021, 79 correspondem a reformas (86%) e apenas 13 a investimentos (14%) –, mas, à medida que avançamos, o cumprimento de marcos intermédios relacionados com os investimentos ganhará peso. Para que os investimentos fluam com sucesso, devem ser

3. Análise até à primeira quinzena de dezembro de 2021.

tiradas lições de 2021 e a burocracia deve ser racionalizada, os prazos de apresentação de projetos devem ser tornados mais flexíveis e deve ser assegurada uma boa coordenação entre as administrações.

As reformas em 2021: o calendário é cumprido com mais luzes do que sombras

O calendário de reformas acordado por Bruxelas foi cumprido, abrindo caminho para um próximo desembolso de fundos de 12.000 milhões em meados de 2022. Em particular, o acelerador foi ao fundo na segunda metade do ano sendo promovidas reformas em áreas fundamentais da economia espanhola, tais como o trabalho, as pensões, as empresas, as telecomunicações e a educação.

O cumprimento do calendário de reformas e o consenso dos agentes sociais relativamente à reforma laboral são boas notícias, uma vez que reforçam a confiança dos investidores em Espanha.

As reformas estão no bom caminho e contêm muitos elementos positivos e modernizadores, o que é particularmente louvável visto que têm de ser preparadas num intervalo de tempo muito curto para permitir que os fundos sejam libertados. No futuro, na área do trabalho, seriam desejáveis incentivos ainda maiores para a utilização do contrato sem termo; nas pensões, um novo contrato intergeracional que tenha mais em consideração os jovens e assegure a sustentabilidade do sistema, equilibrando os interesses de todas as gerações e, nas empresas, a eliminação de barreiras ao crescimento empresarial criadas pela existência de limiares regulamentares.⁴

4. Para mais detalhes, ver Arruñada, B. (2022). «Comentario al proyecto de ley de creación y crecimiento de empresas». FEDEA, Colección Apuntes, n.º 2022-03. Madrid.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,4	...	3,0	27,9	1,7	...	4,8	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-14,0	0,4	-7,3	2,5	2,1	4,4	2,4	5,3	6,1
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	53,0	59,2	58,9	56,9	57,1	56,2	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	...	-19,1	-1,8	15,0	...	22,8	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	...	-17,3	0,6	22,2	...	32,2	...	...
Preço da habitação	2,1	...	0,9	3,3	4,2	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-36,9	...	-85,5	-81,3	-52,7	...	27,6	...	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	44,3	58,8	59,6	57,4	59,8	55,8	...
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	-0,4	20,4	-0,3	0,6	5,1	-2,3	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	12,7	661,0	-24,5	-17,1	-12,3	-18,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,8	-13,3	-22,1	-11,1	-9,1	-10,8	-12,5	-13,1	-12,0
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	-2,9	3,0	-2,4	5,7	4,5	4,3	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,5	14,8	16,0	15,3	14,6	13,3	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ²	-2,0	2,5	-1,4	3,9	3,8	3,9	3,8	4,1	...
PIB	-10,8	5,0	-4,3	17,7	3,4	5,2	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Inflação global	-0,3	3,1	0,6	2,6	3,4	5,8	5,5	6,6	6,0
Inflação subjacente	0,7	0,8	0,4	0,1	0,8	1,7	1,7	2,1	2,4

Setor externo

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	...	-8,1	8,7	15,2	...	19,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	...	-14,0	3,3	13,5	...	21,1	...	...
Saldo corrente	9,3	...	8,3	9,4	11,6	...	10,7	...	...
Bens e serviços	16,5	...	16,0	17,0	19,7	...	19,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	...	-7,6	-7,7	-8,2	...	-8,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	13,7	...	12,7	15,7	19,7	...	19,7	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	11/21	12/21	01/22
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	...	8,9	4,9	4,8	5,8	5,7	6,6	...
À vista e poupança	12,3	...	14,1	9,2	8,9	9,2	9,0	9,8	...
A prazo e com pré-aviso	-16,5	...	-20,4	-23,5	-26,0	-27,6	-27,9	-27,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,0	...	11,2	16,3	15,1	19,5	18,1	20,3	...
TOTAL	7,1	...	9,1	5,5	5,5	6,7	6,6	7,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	1,2	...	2,3	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3	0,3	...
Empresas não financeiras	4,9	...	7,8	-0,7	-1,9	-1,0	-1,2	0,2	...
Famílias - habitações	-1,8	...	-1,0	0,0	0,6	1,0	1,1	1,1	...
Famílias - outros fins	0,8	...	-1,8	-0,7	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7	...
Administrações Públicas	3,0	...	9,5	17,4	22,7	11,5	12,4	5,5	...
TOTAL	1,3	...	2,7	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,5	...	4,5	4,5	4,4	...	4,3	...	...

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 procura global de bens tecnológicos: alteração de tendência?

Durante o epicentro da pandemia, observámos uma alteração nos padrões de consumo. Com as restrições significativas sobre o lazer de carácter mais social, o aumento do teletrabalho, o ensino à distância e os novos serviços *online*, o consumo de bens tecnológicos (como os eletrónicos) resistiu muito bem ao declínio do consumo durante a primavera de 2020. Esta resistência em 2020, juntamente com o aumento em 2021, levanta a questão de saber se estamos perante uma alteração de tendência nos padrões de consumo de bens tecnológicos. Ou se, pelo contrário, com o fim da pandemia e o regresso à «normalidade social», voltaremos aos padrões de consumo anteriores.

Resistência e aumento da procura tecnológica em tempos de pandemia

Em 2020, o comércio global de bens de alta tecnologia diminuiu apenas 1%, face a uma queda de 8% no comércio de produtos, o que mostra a sua resistência num ano marcado pela pandemia.¹ De um modo geral, os fluxos comerciais de bens tecnológicos constituem uma boa aproximação (ou *proxy*) da procura deste tipo de bens, uma vez que são altamente transacionáveis. As importações dos EUA, o maior mercado de consumidores do mundo, são um *proxy* da procura mundial.²

Se analisarmos as importações de alta tecnologia dos EUA, vemos que estas diminuíram pouco menos de 1% em 2020, em comparação com os -6,3% do total de importações de produtos, um comportamento muito semelhante aos fluxos globais mencionados.³ Importa salientar que esta disparidade entre a evolução dos bens tecnológicos e o total de produtos em 2020 representou uma alteração substancial em relação à tendência histórica dos dois tipos de fluxos comerciais nos EUA, com crescimentos muito uniformes desde o ano 2000 (ver primeiro gráfico).

Neste ponto, o passo seguinte passaria por analisar se esta alteração em 2020, no sentido de um claro aumento da procura de bens tecnológicos em oposição a outros tipos de bens e serviços, foi mantida ao longo de 2021. Neste sentido, e segundo dados preliminares da Organização Mundial da Propriedade Intelectual (WIPO, na sua sigla em inglês), este parece ter sido o caso durante as fases iniciais de 2021. As importações de alta tecnologia dos EUA também continuaram a avançar substancialmente em 2021. Na realidade, no final de 2021, estas situavam-se claramente acima da média de 2019, embora, nesse período, o resto das importações de bens tenha colmatado quase completamente a lacuna que se abriu em 2020 em relação às importações de bens tecnológicos (ver segundo gráfico).

EUA: importações de produtos

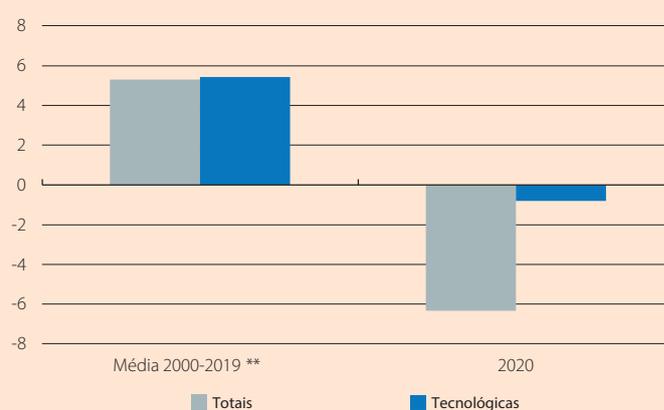
Nível (média mensal 100 = 2019)*



Notas: * Dados mensais em termos nominais. Séries ajustadas sazonalmente.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do US Census Bureau.

EUA: importações de produtos

Crescimento anual (%) *



Notas: * Em termos nominais. ** Não inclui os anos 2009-2011, que coincidem com a grande queda e recuperação do comércio internacional como consequência da crise global.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do US Census Bureau.

No entanto, as ruturas excepcionais observadas nas cadeias de abastecimento mundiais desde o verão passado tornam as importações de tecnologia dos USA menos fiáveis como um *proxy* da força da sua procura durante grande parte de 2021 e até de 2022. Mais precisamente, estas ruturas atingiram com maior intensidade os bens altamente transacionáveis e integrados nas cadeias de valor globais, tais como os tecnológicos. Neste sentido, a taxa de progresso destas importações dos EUA teria sido mais elevada na ausência dos estrangulamentos que afetaram a oferta (por exemplo, pela falta de chips).

Por conseguinte, teremos de esperar alguns anos para recebermos uma resposta clara sobre a possível alteração de tendência na procura deste tipo de bens tecnológicos, uma vez resolvidas as discrepâncias entre a oferta e a procura e assim que a pandemia tiver recuado. Contudo, podemos avaliar alguns dos possíveis elementos que poderiam dar alguma continuidade ao aumento da procura deste tipo de bens.

1. Em termos nominais (dólares americanos) e segundo dados da Organização Mundial da Propriedade Intelectual e da Organização Mundial do Comércio.

2. Um *proxy* é uma variável que aproxima de forma fiável outra variável que é mais difícil de obter. As exportações de grandes produtores de bens tecnológicos, como a China ou Taiwan (no caso dos semicondutores), podem ser utilizadas como um *proxy* da oferta, como fazemos no último artigo deste Dossier.

3. Classificação Advanced Technology Products, segundo dados do US Census Bureau.

Fatores que sustentam o boom da procura tecnológica

Vários fatores podem contribuir para que a maior procura relativa de bens tecnológicos observada durante a pandemia persista ao longo do tempo. Analisemos alguns deles (ver terceiro gráfico).

Em primeiro lugar, o aumento do teletrabalho ou de ambientes híbridos de trabalho deve apoiar um maior consumo de tecnologia. Muitos de nós, enquanto trabalhadores, teremos dois espaços de trabalho habituais: o escritório clássico e um novo espaço no conforto da nossa casa. Neste contexto, enquanto alguns bens eletrónicos serão transportados de casa para o escritório e vice-versa, outros serão duplicados nos dois ambientes, o que conduzirá inevitavelmente a um aumento da procura.

Até que ponto se tornará o teletrabalho comum e, conseqüentemente, em que medida este elemento apoiará o boom dos bens tecnológicos é algo que ainda desconhecemos. A pandemia ainda não reduziu, pelo que os números atuais de teletrabalho podem vir a ser mais moderados. Além disso, muitas empresas estão também a começar a negociar com os trabalhadores sobre as novas formas de trabalho no futuro. Contudo, alguns inquéritos recentes podem ajudar a esclarecer esta questão. Concretamente, um inquérito altamente representativo das empresas do Reino Unido estima que os trabalhadores do país passarão de um total de 7% de horas trabalhadas a partir de casa antes da pandemia para 20% no futuro (uma clara mudança de paradigma).⁴

Na mesma linha, numa nova análise de Nicholas Bloom (especialista em questões de teletrabalho na universidade de Stanford) com outros co-autores, são identificadas cinco razões pelas quais o teletrabalho veio para ficar.⁵ Em primeiro lugar, os inquéritos realizados como parte do estudo mostram que a experiência da crise da COVID-19 relativamente ao teletrabalho produziu resultados melhores do que o esperado. Em segundo lugar, durante a pandemia, os trabalhadores e as empresas realizaram investimentos significativos em capital material e humano que facilitam a utilização do teletrabalho no futuro. Além disso, e diretamente relacionado com o primeiro fator, diminuíram também alguns dos estigmas historicamente associados ao teletrabalho: o medo de que o trabalhador pudesse fugir às horas de trabalho num ambiente remoto. Em quarto lugar, o desejo de evitar espaços sobrelotados por medo da pandemia vai perdurar por algum tempo. Finalmente, as inovações tecnológicas que possibilitam o teletrabalho facilitarão também a sua utilização crescente no futuro.

As alterações nas preferências de lazer, entretenimento e consumo são um segundo fator que terá impacto na procura de tecnologia. Concretamente, enquanto o lazer e o entretenimento mais social já estão em recuperação devido à vacinação, podem perder algum terreno para o entretenimento de caráter digital, tal como o relacionado com os serviços de *streaming*. Nesta linha, e segundo um inquérito da Deloitte, as pessoas que trabalham remotamente são mais propensas a utilizar este tipo de serviços, para além da fazer um maior número de compras *on-line*.

Por último, a digitalização em setores como a educação ou a saúde também apoiará esta tendência de um aumento da procura de bens tecnológicos. Um setor de educação e de saúde mais resiliente passa por ser mais híbrido na sua forma de trabalhar. A pandemia tirou milhões de estudantes das salas de aula que, sem o apoio das ferramentas digitais, não teriam a possibilidade de continuar com os seus estudos. De igual modo, o setor da saúde, que estava empenhado na luta contra a COVID-19, também decidiu minimizar as visitas médicas de rotina, o que contribuiu para um incentivo à telemedicina. Para este fim, observamos como em inúmeros países está a ser promovida a digitalização destes dois setores. Assim, por exemplo, a Alemanha dedicará pouco mais de 25% dos investimentos do Next Generation EU à digitalização do seu sistema de saúde, e nos EUA, a Administração Biden já realizou investimentos consideráveis para aumentar o acesso à telemedicina e planeia novos projetos no âmbito do *Build Back Better Plan*. De igual modo, os investimentos em *startups* digitais do setor da saúde a nível global praticamente duplicaram em 2021 e os dispositivos médicos portáteis também podem duplicar nos próximos três anos.

Em suma, a COVID-19 poderá ser um importante catalisador para uma mudança de paradigma no consumo, onde a procura de bens tecnológicos ganha relevância. Embora ainda seja cedo para tais afirmações, os primeiros dados disponíveis, bem como as recentes tendências no teletrabalho e na digitalização setorial, apontam nessa direção.

4. Inquérito Decision Maker Panel.

5. Ver Barrero, J. M., Bloom, N. e Davis, S. J. (2021). «Why working from home will stick». National Bureau of Economic Research, n.º w28731. Baseado num inquérito aos cidadãos dos EUA.

Bens tecnológicos



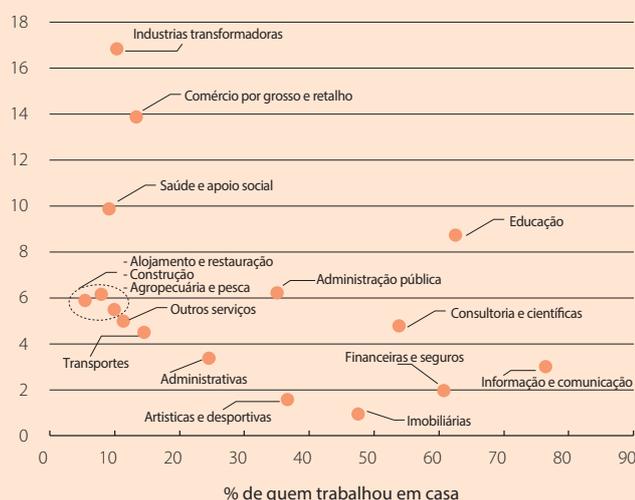
Fonte: BPI Research.

A procura em Portugal de bens tecnológicos: o dia depois de amanhã

A emergência de uma crise sanitária reforçou o interesse no papel da tecnologia nas sociedades. A tecnologia amorteceu o impacto da pandemia permitindo que muitas empresas e colaboradores pudessem continuar a laborar, e redesenhou modelos de negócio.

Teletrabalho por tipo de atividade no 2T 2020

% da população empregada



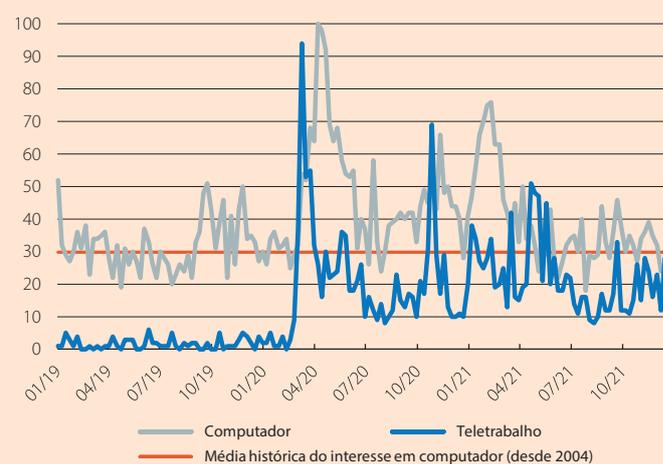
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Entre 2010 e 2019 a média anual da população empregada que trabalhava sempre ou quase sempre a partir de casa não chegava a 6%. No 2T 2020, que abarcou o estado de emergência no país e 1º confinamento, o teletrabalho atingiu o registo mais elevado, 23,1% da população empregada. Como seria de esperar, a adesão a este regime não foi homogénea entre setores de atividade e profissões. As profissões intelectuais e científicas, e, os setores da informação e comunicação, educação e financeiro foram os que apresentaram maior adesão. No extremo oposto as profissões menos qualificadas e os sectores que pela sua natureza implicam maior quantidade de pessoas *on site*.

Existem vários sinais que relacionam o teletrabalho com o consumo de bens tecnológicos. Quando analisamos os dados do Google Trends¹ desde 2019 na pesquisa em Portugal dos termos «computador» e «teletrabalho», surgem algumas evidências pertinentes. Em primeiro lugar, o interesse histórico sobre teletrabalho era praticamente inexistente até 2020 e os picos de interesse em ambos os temas coincidiram com o período do 1º estado de emergência. Depois, existe um ligeiro desfasamento temporal entre o pico de interesse em «teletrabalho» (primeiro) e o pico de «computador» (depois). Por fim, de registar que o interesse em «computador», tem estado desde início da pandemia quase sempre acima do seu valor médio histórico. Os aspetos mencionados sugerem que quando a hipótese de «teletrabalho» emerge, aumenta o interesse em «computador», e que esse interesse no período pós-pandemia tem mantido persistência mesmo fora dos períodos de confinamento.

Mas ter-se-á o interesse traduzido em consumo de bens tecnológicos? Os dados transacionais internos do BPI² de que dispomos, parecem indicar que sim. O valor destes gastos (em computadores, *hardware* e periféricos) em 2020 foi de +16% face a 2019 e nas contas nacionais, o consumo privado, como um todo, caiu 7,1%.³ Estatisticamente, verificámos que as compras destes artigos aumentam com o aumento do nível de teletrabalho mas diminuem nos períodos de confinamento.⁴ De facto, se olharmos para 2020, junho foi o mês em que o crescimento homólogo na aquisição destes bens foi mais forte (+43%) e situa-se fora do pico identificado nos dados do Google Trends. Possíveis explicações terão a ver com a própria *customer journey* e desfasamento temporal entre teletrabalho, pesquisa *online*, e por fim, a compra. Outra, a preferência que ainda existirá por adquirir estes bens presencialmente, fora dos períodos de *lockdown*, e não *online*. Refira-se, no entanto, que estes dados de procura se centram apenas no universo dos particulares, e não das empresas.

Google Trends: evolução do interesse em «teletrabalho» e «computador»



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

1. Google Trends é uma ferramenta gratuita da Google que fornece informação sobre as pesquisas online subordinadas a vários temas, localizações geográficas e espaços temporais.

2. Os dados obtidos são anónimos e agregados referindo-se ao volume (valor) de pagamentos mensais com cartões.

3. A este propósito veja-se também Carvalho, B. P., Peralta, S., & Pereira dos Santos, J. «Regional and sectorial impacts of the Covid-19 crisis: Evidence from electronic payments». *Journal of Regional Science*.

4. Aferimos a relevância estatística conjunta de duas variáveis dummy para a explicação da evolução destes pagamentos – uma, que considera a existência ou não de confinamento restrito; outra, que considera a existência ou não de um nível de teletrabalho acima da sua média histórica. Ambas as *dummy* são estatisticamente significativas, mas com sinais opostos: nível de teletrabalho (+) e confinamento (-).

Mais extraordinária do que a evolução no consumo de bens tecnológicos foi o consumo de um ativo valioso da economia atual – os dados. De acordo com um relatório da Anacom, ocorreu uma grande aceleração no ritmo de consumo de dados em internet de banda larga. Entre 2009 e 2019, a CAGR⁵ era já elevada, de 31%, mas o crescimento de tráfego entre 2019 e 2020 ascendeu a 63% atingindo no 2T 2020 uma variação trimestral homóloga de 80%. Esta evolução enquadra-se num processo mais amplo de digitalização, e não apenas relacionado com o teletrabalho. A utilização da *cloud* para maior segurança dos dados e o incremento de canais digitais de relação com o cliente, como o *e-commerce*, serviram de alavanca. De acordo com a International Data Corporation,⁶ os serviços de *cloud computing* cresceram 24,1% em 2020 a nível mundial, atingindo um montante de 312 biliões de dólares. Portugal não foi exceção, e estes serviços cresceram cerca de 20% face a 2019, atingindo uma despesa total de 300 milhões de euros. O acesso a serviços *cloud* em modelo de *pay-per-use*, em que apenas é pago o que é utilizado e sem grandes investimentos de *hardware*, está a democratizar o acesso a este serviço por parte das PME portuguesas. Podemos perspetivar também neste campo a continuação de um crescimento significativo com a tecnologia 5G a servir de acelerador da migração para a *cloud* porque permitirá ligar inúmeros dispositivos em simultâneo, concedendo acesso a maiores quantidades de informação em menos tempo. Em Portugal, o leilão desta tecnologia promovido pelo estado foi concluído apenas no final de 2021, mas a cobertura deste serviço tem de estar garantida em 2023 a 75% da população e a 90% até final de 2025.

Volume de tráfego no acesso à internet em Banda Larga

(GB)

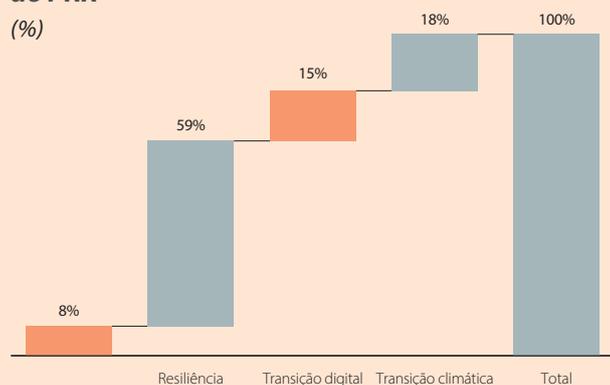


Fonte: BPI Research, com base nos dados da Anacom.

Olhando para um futuro próximo, no âmbito do NGEU, o plano português aloca 1,3 mil milhões de euros ao digital na dimensão «Resiliência» e 2,4 mil milhões de euros à dimensão «Transição Digital» (em conjunto, 22% do total), que serão investidos entre 2021 e 2026. A dimensão da «Transição Digital» vai tocar vários setores da sociedade portuguesa. Na Administração e Finanças Públicas com reforço da cibersegurança, criação de infraestruturas digitais, sistemas de informação de gestão financeira e transição digital da segurança social. Na Educação com aquisição de 600 mil computadores, equipamentos de projeção e maior conectividade das escolas. Nas empresas, com uma grande variedade de iniciativas entre as quais se destacam a promoção da literacia digital dos colaboradores, a ativação dos seus canais de *e-commerce* e o apoio ao empreendedorismo para empresas que desenvolvam produtos e serviços digitais.

Peso da componente «digital» nas 3 dimensões do PRR

(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Plano de Recuperação e Resiliência.

Como deixámos claro vários fatores concorrem para que o consumo de bens e serviços tecnológicos continue a progredir fortemente em Portugal num contexto pós-pandémico. O teletrabalho deverá manter no «novo normal» a trajetória a caminho do seu potencial máximo,⁷ e acima daquilo que historicamente era o seu nível. Os fundos europeus, e outros temas mais específicos que não abordámos neste texto, como a telemedicina, reforçarão a tendência.

5. Compound annual growth rate.

6. Fornecedor mundial de *market intelligence* para o mercado das tecnologias de informação.

7. É estimado que nas economias avançadas entre 20% a 25% da força de trabalho possa trabalhar a partir de casa sem perda de produtividade. Ver «The future of work after Covid 19» da McKinsey.

A oferta global de chips: ruturas e novas tendências

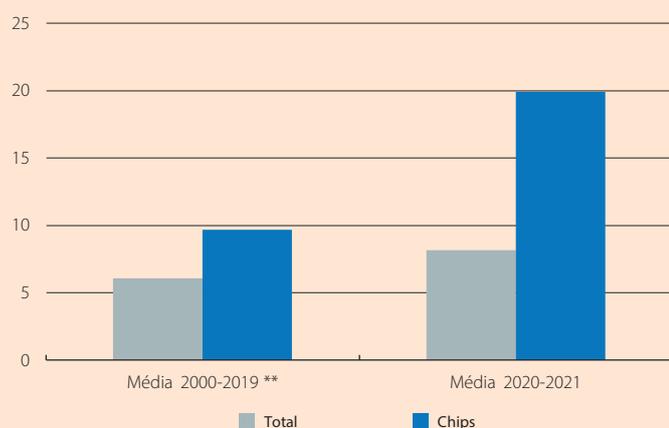
Nos artigos anteriores deste mesmo Dossier analisámos a elevada procura dos bens tecnológicos durante o epicentro da pandemia, bem como diferentes fatores que poderiam favorecer esta tendência a médio prazo. No entanto, face a uma maior procura estrutural de bens tecnológicos, estará a oferta preparada? Isto é precisamente o que nos questionamos neste último artigo, no qual nos centramos no caso dos chips.

Oferta: o esforço dos últimos dois anos... insuficiente

Em 2021, os problemas de abastecimento de fornecimentos (ou estrangulamentos) não pararam de ser manchete na área económica. Entre eles, destacou-se a falta de chips (ou semicondutores), que provocaram muitas dores de cabeça a inúmeros setores, entre eles, a indústria automóvel, que é muito relevante no tecido industrial europeu.

Taiwan: exportações de produtos

Crescimento anual (%) *



Notas: * Em termos nominais. ** Não inclui os anos da crise dotcom nem da crise financeira.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Trade Statistics de Taiwan.

No entanto, os produtores de semicondutores e de outros bens tecnológicos não estiveram de braços cruzados face ao aumento da procura desde 2020 e à evidente escassez a partir de 2021, pelo contrário. Assim, por exemplo, Taiwan, um dos principais produtores mundiais de chips, aumentou significativamente a sua produção em 2020 e 2021: as suas exportações de chips cresceram em média 20% por ano, em comparação com uma taxa de 10% por ano nos 20 anos anteriores (ver primeiro gráfico).¹ Na mesma linha, as exportações chinesas de bens de alta tecnologia também cresceram nos últimos dois anos, muito acima da média dos 10 anos anteriores, (16,4% na média de 2020-2021 em comparação com 4,6% na média de 2010-2019).²

Apesar do esforço realizado para aumentar a oferta de bens tecnológicos por parte das principais economias produtoras, este foi insuficiente para colmatar a lacuna existente com a

procura próspera. A isso é necessário acrescentar os problemas de transporte e de logística face ao elevado tráfego de mercadorias neste ambiente pandémico.

As políticas que apontam para uma mudança na oferta de chips... mas a médio prazo e com dúvidas

Entre muitos outros aspetos, a pandemia realçou a necessidade de acelerar a transformação digital das economias. Aqueles países mais digitalizados e tecnologicamente mais avançados foram capazes de resistir melhor à atual crise económica e de saúde. Neste sentido, a maioria das grandes economias já apresentou planos para incentivar a alteração digital. A UE não é exceção, e como discutimos num artigo recente,³ grande parte dos fundos NGEU serão destinados precisamente a esta transição digital da Europa.

Entre as várias alavancas de alteração digital, queremos destacar a importância da European Chips Act, pois trata-se de uma lei que pretende mitigar o problema da escassez, bem como da dependência estrangeira, dos semicondutores na região europeia (um *input* fundamental nos bens tecnológicos). «Soberania tecnológica» e «Autonomia estratégica europeia» são dois dos lemas mais escutados quando se fala de política industrial e comercial na Europa. A verdade é que, no caso dos chips, importa realçar que 75% da sua produção está concentrada na Ásia Oriental, sendo Taiwan e Coreia do Sul os principais produtores, principalmente dos semicondutores mais sofisticados (ver segundo gráfico).

Neste sentido, a UE apresentará em 2022 uma proposta para esta lei sobre os semicondutores, que, com um investimento previsto entre 20.000 e 30.000 milhões de euros até 2030, permita duplicar a relevância europeia na produção global de chips (dos atuais 9% para 20%), especialmente naqueles mais sofisticados. Tratam-se de objetivos ambiciosos de maior autossuficiência e

1. As exportações de bens de natureza tecnológica dos principais países produtores são uma boa aproximação (*proxy*) da oferta mundial deste tipo de bens. De igual modo, no primeiro artigo deste Dossier, as importações dos principais consumidores destes bens são uma *proxy* para a procura mundial.

2. Segundo dados mensais das estatísticas aduaneiras chinesas. O Banco Mundial também disponibiliza dados sobre as exportações chinesas de alta tecnologia até 2020 e os resultados estão de acordo com as reportadas pelas estatísticas nacionais.

3. Ver o artigo «NGEU: comparação internacional dos investimentos em novas tecnologias dos planos de recuperação» no Dossier IM09/2021.

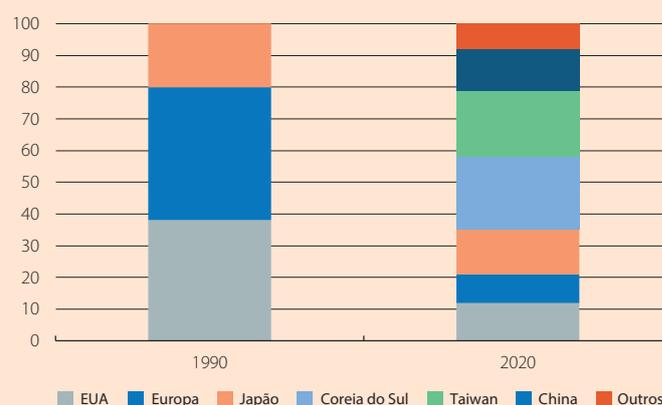
sofisticação e partilhados por muitos outros países. Assim, nos EUA temos o CHIPS for America Act e o FABS Act, que deverão também aumentar a capacidade de produção dos EUA, com um investimento previsto de 50.000 milhões de dólares em cinco anos (cerca de 44.000 milhões de euros); desde 2015, a China tem apoiado o setor dos semicondutores com 180.000 milhões de dólares (cerca de 160.000 milhões de euros) e tem como objetivo produzir 80% das suas necessidades internas de chips até 2030, e mesmo a Coreia do Sul anunciou um investimento de 400.000 milhões de dólares (cerca de 355.000 milhões de euros) até 2030.

Perante tal mobilização de recursos, parece certo um aumento considerável da capacidade global de produção de chips. Mas isto não será a curto prazo. A construção de uma fábrica de semicondutores implica um investimento de milhares de milhões de dólares (cerca de 20.000 milhões de dólares para os mais sofisticados) e normalmente demora cerca de dois anos (se não mais) para estar operacional. Por outro lado, surgem diferentes dúvidas sobre a política de chips que a UE poderá adotar. Em primeiro lugar, os investimentos planeados na UE são modestos se compreendermos que a Coreia do Sul, o líder conjunto com Taiwan na produção, tem como objetivo investir até 10 vezes mais no mesmo período; ou que a China investiu até cinco vezes mais nos últimos seis anos.

Em segundo lugar, a Europa tem-se concentrado nos chips mais complexos, que não só requerem investimentos económicos mais elevados, mas também um *know-how* que apenas vem da experiência de países como a Coreia ou Taiwan.⁴ Além disso, o setor automóvel, um dos mais afetados na Europa nesta crise de fornecimento de semicondutores, não é um consumidor intensivo deste tipo de chips mais complexos. Talvez uma estratégia de produção mais associada às necessidades internas da região possa produzir a médio prazo resultados mais rentáveis em termos de um certo grau de autonomia.⁵ E falamos de «um certo grau de autonomia», uma vez que, num setor tão avançado tecnologicamente, onde são utilizadas inúmeras matérias-primas, máquinas altamente sofisticadas e onde as alterações nas especificações são constantes, não se pode ignorar o distanciamento das cadeias globais. Distanciar-se destas cadeias globais de produção de chips levaria a um aumento de preços no intervalo de 35% a 65%, segundo estimativas do Boston Consulting Group.⁶

Finalmente, num mundo onde a tecnologia continuará a avançar a passos largos e onde as tensões geopolíticas não pararam de aumentar, a capacitação de uma força laboral tecnologicamente qualificada, bem como a colaboração com regiões na fronteira tecnológica e geopoliticamente alinhadas, como os EUA, são estratégias que a região espanhola também deve considerar.

Global: produção de chips *
(%)



Nota: * Distribuição relativa da capacidade de produção.

Fonte: BPI Research, a partir do artigo «Semiconductor Strategy for Germany and Europe», ZVEI Discussion Paper (2021).

4. Ver o artigo «As políticas públicas ao serviço da difusão tecnológica» no Dossier IM09/2021 para compreender um pouco melhor a relevância do *know-how* na aquisição e difusão da tecnologia.

5. Ver (2021). «Semiconductor Strategy for Germany and Europe». ZVEI Discussion Paper.

6. Ver (2021). «Strengthening the global semiconductor supply chain in an uncertain era». Abril. Boston Consulting Group e SIA.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: www.bancobpi.pt

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

Publicação semanal contendo uma análise sucinta aos indicadores económicos e factos relevantes 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

