

A resiliência favorecerá a recuperação portuguesa

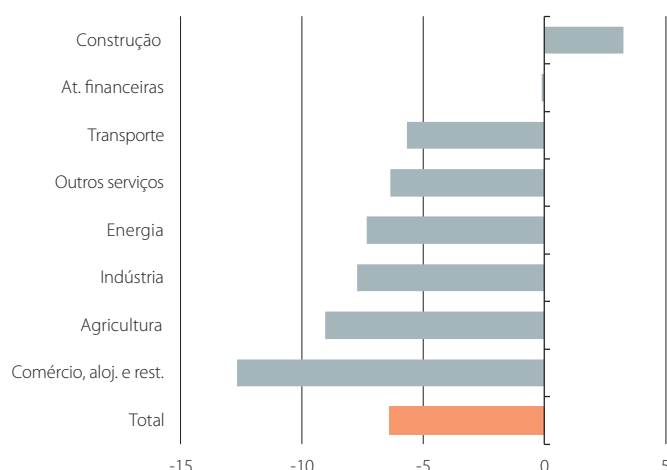
Confirma-se uma contração histórica de 7,6% em 2020, afetada pela queda acentuada da atividade no primeiro semestre. Por outro lado, a recuperação significativa no segundo semestre demonstra a capacidade de reativação da economia portuguesa e a sua resiliência face às restrições, reforçando a visão de que a atividade irá retomar uma recuperação mais sólida quando o controlo da pandemia permitir um relaxamento do confinamento. Por setores produtivos, apenas a construção conseguiu manter contribuição positiva para o crescimento (o seu valor acrescentado bruto cresceu 3,3%), enquanto os restantes setores registaram quedas ao longo do ano, com destaque para o comércio e a restauração (-12,7%), a indústria (-7,7%) e o conjunto dos outros serviços (-6,4%).

A atividade económica portuguesa desacelerou no início de 2021 devido às maiores restrições das medidas de contenção. Enquanto se aguarda a vacinação dos grupos de risco para aliviar a pressão sobre o sistema de saúde e permitir um levantamento das restrições de forma geral, os indicadores mostram que a recuperação económica foi temporariamente interrompida pelas medidas tomadas para conter as infeções nos primeiros meses de 2021. Especificamente, o indicador de atividade diária do Banco de Portugal (o denominado DEI, que apresenta uma boa correspondência com o crescimento homólogo do PIB) caiu para uma média de -6,2% no decorrer deste ano, sugerindo uma menor atividade do que a registada no 4T 2020 (quando o DEI registava -5,4%). Da mesma forma, foi também registada uma deterioração dos indicadores de confiança em fevereiro ao nível dos consumidores e nos setores dos serviços e do comércio, enquanto o setor industrial mostra um maior otimismo. Esperamos que este otimismo se estenda à medida que o processo de vacinação avança, o que deverá aliviar a pressão hospitalar e levar a uma recuperação mais sustentada da atividade económica nos próximos trimestres.

O mercado de trabalho resiste. O emprego aumentou em 59.600 pessoas no 4T 2020 (+1,2% em cadeia e -1,0% homólogo) recuperando praticamente os níveis anteriores à pandemia (-6.400 pessoas em comparação com o 1T 2020). Por sua vez, a taxa de desemprego caiu para 7,1%, face aos 7,8% no 3T, de forma que no conjunto de 2020 a taxa de desemprego se situou em 6,8%. Este aumento em comparação com os 6,5% de 2019 foi muito inferior ao previsto, reflexo do apoio prestado por medidas para proteger o emprego contra a queda da atividade. No entanto, as perspetivas para o mercado de trabalho em 2021 continuam muito exigentes, marcadas pelo agravamento da situação pandémica no início de 2021, pelo lento processo de vacinação e pela incerteza em torno da capacidade das empresas relançarem a sua atividade no pós-confinamento. Neste contexto, é possível que a taxa de desemprego aumente no segundo semestre do ano, altura em as medidas de apoio à economia na sua configuração atual irão expirar.

Portugal: valor acrescentado bruto por setores

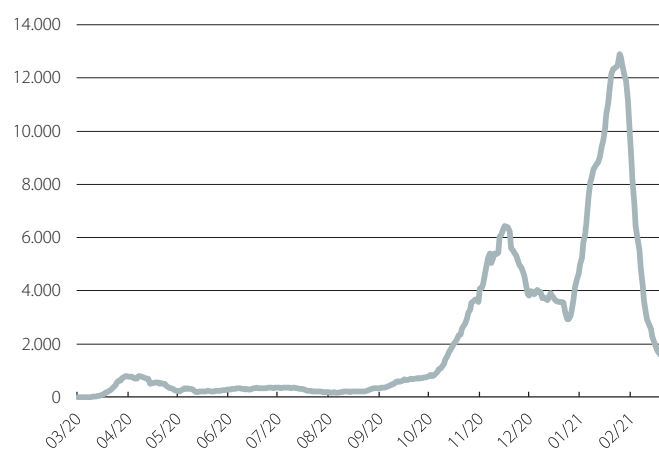
Variação anual (%)



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

Portugal: novos casos de COVID-19

Casos (média móvel de 7 dias)



Nota: Último dado de 25 de fevereiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Direção-Geral da Saúde.

Portugal: atividade económica e emprego

Variação homóloga (%)



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

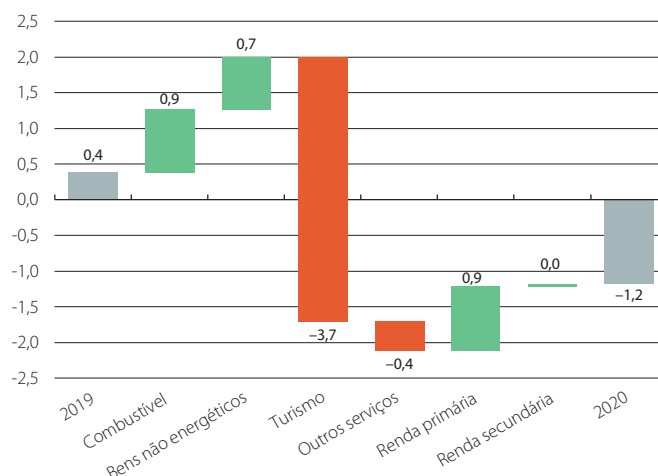
Défice corrente em 2020 devido ao colapso do turismo em Portugal. O défice da balança corrente ascendeu a 2.377 milhões de euros, equivalente a 1,2% do PIB, em comparação com o superavit de 0,4% em 2019. A principal razão para esta deterioração foi a redução do superavit da balança dos serviços, para 4,3% do PIB (-4,1 p.p. inferior à de 2019), como consequência da forte queda do turismo internacional, enquanto o défice da balança de bens melhorou para -6% do PIB. Por seu turno, o saldo da balança de capital aumentou 862 milhões de euros, para +2.633 milhões (equivalente a +1,3% do PIB), suportado pelo aumento das receitas de fundos comunitários. Isto permitiu à economia portuguesa manter uma capacidade positiva de financiamento externo, que poder-se-á incrementar na expectativa do impacto do Next Generation EU e alguma recuperação do turismo em 2021.

O turismo foi severamente afetado pela COVID-19 em 2020. O número de dormidas desceu vertiginosamente para níveis de 1993 e as receitas totais dos estabelecimentos de alojamento turístico caíram para mínimos históricos desde que existem registos (2013), com uma redução homóloga de 66,1% para 1.457 milhões de euros. O mercado externo representou o maior contributo para estes valores: enquanto que o número de hóspedes residentes diminuiu 39,2% para 6,5 milhões, os hóspedes não residentes registaram uma queda de 76% para 4 milhões. Os países que mais diminuíram o fluxo de turistas para Portugal foram a Irlanda (-89,6%), os EUA (-87,7%) e a China (-82,8%). Em 2021 é esperada uma ligeira recuperação do setor, amparada pelo avanço das vacinações. De facto, surgiram já alguns sinais positivos para o turismo em Portugal: após o discurso do primeiro-ministro britânico sobre o processo de desconfinamento no Reino Unido, os britânicos, que representam o maior mercado emissor de turistas em Portugal (16,3%), aumentaram a procura de voos para Portugal, Espanha e Grécia em 600%, de acordo com algumas companhias aéreas.

Impacto misto da pandemia no mercado de crédito. A Carteira de crédito dos particulares cresceu 1,4% homólogo em dezembro, menos que no início de 2020 (2,3%) e com uma ligeira redução da carteira de crédito ao consumo (-0,3%). De facto, as novas operações neste segmento caíram significativamente (-17,4% no acumulado do ano), afetadas pela menor procura dos consumidores. Por outro lado, a carteira de crédito à habitação cresceu 2,1% em dezembro em termos homólogos, impulsionada pelo dinamismo das novas operações (+ 8,1% acumulado no ano) e pela aplicação de moratórias de crédito. De facto, estima-se que as amortizações de crédito à habitação tenham caído cerca de 20% em 2020. No que se refere às empresas, as novas operações aumentaram ligeiramente (0,6%) no conjunto do ano. Após os aumentos registados nos meses de maio e junho, com o início da implementação das linhas de crédito, no segundo semestre do ano foi registada uma redução nas novas operações contratadas, possivelmente afetada pela incerteza associada ao contexto atual. Em suma, a carteira de crédito a empresas aumentou 10,4% em dezembro em termos homólogos, sustentada pela adesão às moratórias (prevê-se uma redução de 25% das amortizações em 2020).

Portugal: saldo da balança corrente

Acumulado de 12 meses (% do PIB)

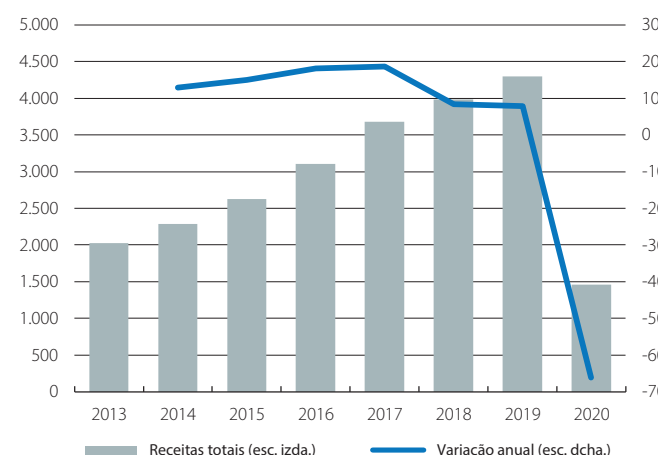


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal.

Portugal: receitas dos alojamentos turísticos

(Milhões de euros)

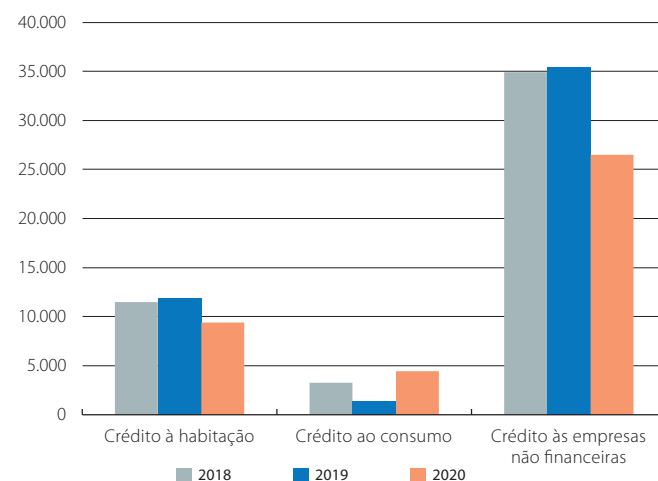
(%)



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

Portugal: amortizações de crédito

Acumulado do ano (milhões de euros)



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

Inflação em Portugal: que riscos nos aguardam?

- A inflação tem-se mantido moderada ao longo dos últimos anos e, em 2020, esta fragilidade acentuou-se.
- À medida que efeitos de 2020 relacionados com a pandemia se aliviam, a inflação irá aumentar.

Em Portugal, a inflação tem rondado os 1.1% nos últimos 10 anos, confortavelmente abaixo dos 2% que, a nível da zona Euro, corresponde à meta do Banco Central Europeu. E a inflação subjacente, que exclui as componentes mais voláteis, situou-se em média em 0.8%. Esta fraqueza intensificou-se em 2020, mas a inflação saltou para 0.3% no início de 2021. **Será que esta aceleração da inflação continuará?**

2020 foi um ano atípico em muitas vertentes, espelhado no desempenho da maioria das variáveis macroeconómicas, incluindo a inflação. Em 2020, a taxa de inflação média foi 0%, após ter estado em terreno positivo desde 2015. Descidas nos preços foram particularmente fortes nos produtos energéticos (-5%), mas a fraqueza na inflação foi generalizada ao longo da maioria do cabaz e a inflação subjacente anual foi 0%.

Muita da fraqueza verificada na inflação em 2020 é explicada pelo impacto da Covid-19. Para tal, seguimos a metodologia usada pela *Federal Reserve Bank of San Francisco*¹ que nos permitiu distinguir quais os bens e serviços do cabaz do consumidor que foram sensíveis a esta pandemia e os que não foram². A classificação resultante deste exercício está apresentada na Figura 1, onde podemos observar que, ao longo de 2020, o CPI Português foi maioritariamente arrastado pela fragilidade dos preços das componentes mais sensíveis à Covid-19. Assim, é de esperar que, caso a pandemia não traga efeitos persistentes, os preços destas componentes voltem a estabilizar no médio prazo.

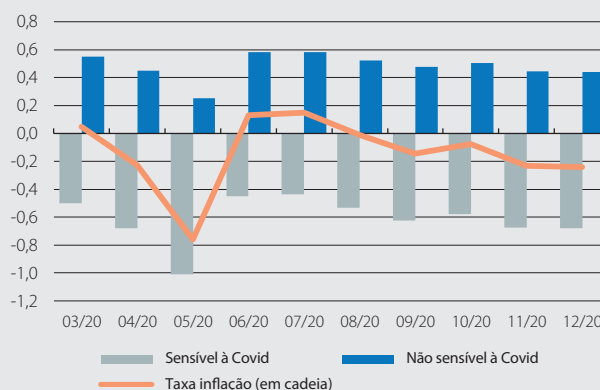
Por outro lado, 2021 começou com uma surpresa nos valores da inflação em vários países da União Europeia. A taxa homóloga da inflação harmonizada – mais comparável entre países – aumentou 1.2 pontos percentuais para 0.9% em janeiro, na Zona Euro. No entanto, em Portugal, o respetivo valor situou-se nos 0.2%, uma subida de 0.5 pontos percentuais, mas longe de ser tão acentuada como, por exemplo, em Itália, França ou Alemanha. Estes países apontam o adiamento da época de saldos, que diminuiu o impacto negativo da rubrica «Vestuário e Calçado», como

1. Veja A.H. Shapiro (2020). «Monitoring the inflationary effects of Covid-19». FRBSF Economic Letters.

2. No artigo «COVID-19 e inflação: um impacto estatisticamente significativo» (IM12/2020), implementámos esta metodologia para analisar os desenvolvimentos da inflação em Espanha e na Zona Euro. Em particular, dizemos que uma componente i é sensível à COVID-19 se o parâmetro β_1 na equação $\pi_{t,i} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} * COVID_t + u_{t,i}$ é significativamente diferente de 0. $\pi_{t,i}$ é a variação homóloga do preço da componente i , $COVID_t$ é uma variável binária que toma o valor 1 a partir de março de 2020 e 0 caso contrário e $u_{t,i}$ é o termo de erro.

Portugal: Contribuição para a taxa de inflação por setores

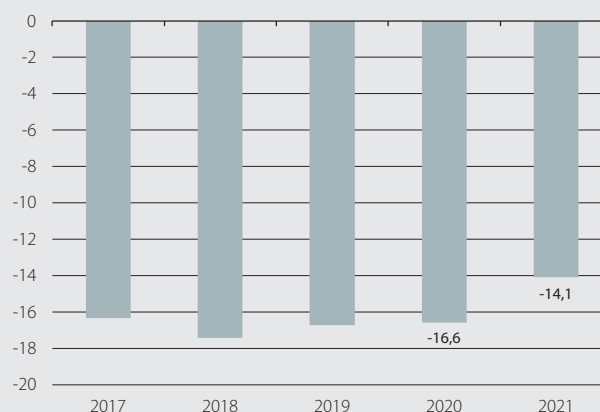
Pontos percentuais



Fonte: BPI Research, com dados do INE.

Portugal: Vestuário e Calçado - Janeiro

Variação mensal (%)



Font: BPI Research, com dados do INE.

grande contribuição destes aumentos. Além do mais, países como a Alemanha adotaram políticas fiscais de redução temporária do IVA, que foram revertidas no início de 2021 e que têm, naturalmente, um impacto ascendente no crescimento dos preços.

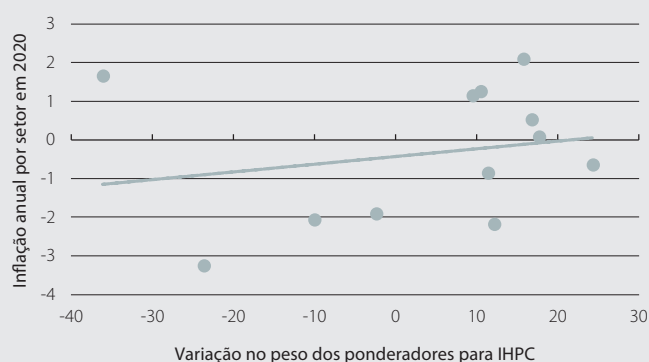
Em contraste, em Portugal, como se pode verificar na Figura 2, o adiamento da época de saldos teve um efeito diminuto na normal evolução dos preços da referida rubrica em janeiro, o que pode explicar o porquê da inflação registada em Portugal não ter sido tão acentuada como a da Zona Euro. Contudo, existe um facto que efetivamente fez aumentar os preços tanto na zona Euro como em Portugal: a mudança nos ponderadores do cabaz de preços do consumidor. De forma a que o «capaz de consumo» se mantenha representativo, as agências estatísticas atuali-

zam estes ponderadores todos os anos, tendo em consideração as mudanças nos padrões de consumo que os agregados familiares exibiram no ano anterior. Em 2020, os padrões de consumo foram afetados pela Covid-19 e, deste modo, os bens e serviços que foram consumidos mais durante a pandemia ganharam peso. Esta mudança nos ponderadores puxará para cima a inflação em 2021. Como a Figura 3 indica, as categorias que registaram uma maior inflação média em 2020 aumentaram mais, em média, o seu peso no cabaz, quando comparadas com as que registaram menor inflação. Neste sentido, esta mudança nos ponderadores aumenta artificialmente a inflação. Caso os ponderadores se tivessem mantido inalterados em 2021, a inflação em janeiro teria sido -0.24% . É interessante notar que esta relação não é tão pronunciada como na Alemanha, por exemplo, podendo isso também explicar o menor aumento em Portugal. Esta mudança nos ponderadores pode começar a desaparecer à medida que os padrões de consumo se tornem mais normais – menos distorcidos pela pandemia. A acrescentar a isto, uma vez que no ano passado a tendência na evolução dos preços em Portugal foi maioritariamente decrescente, valores maiores de inflação em 2021 devem ser interpretados com alguma cautela. A título de exemplo, se a inflação aumentar ao ritmo histórico (de 2001 a 2019), haverá meses em 2021 com uma taxa homóloga superior a 1.8% , o que já não acontece desde 2012 – o chamado efeito «yo-yo». Também, a evolução do processo de vacinação levará, caso tudo corra bem, à abertura de certas atividades (como viagens, concertos, restaurantes...) que poderá causar um aumento de gastos ou uma procura superior à oferta em alguns setores, originando um aumento temporário dos preços. Acresce que o preço do barril de brent tem voltado a subir para valores do pré-pandemia, e como tal também é esperado um aumento do preço dos produtos energéticos.

2020 foi marcado por uma série de eventos que trouxeram a inflação para baixo e, em 2021, vamos assistir, muito possivelmente, à reversão desses mesmos eventos. Uma vez que partimos de uma base baixa, é possível que, por vezes, os valores da inflação possam indicar um crescimento anormal dos preços, mas estes devem ser sempre olhados com alguma reticência.

Portugal: Mudança nos ponderadores

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com dados do INE.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Índice coincidente para a atividade	0,9	-5,3	-3,1	-6,3	-6,6	-5,1	-4,7	-4,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-7,0	-1,4	-23,5	-0,7	-2,5	-4,6	-6,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-4,6	-24,8	-19,1	-14,5	-14,3	-14,7	-14,1
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	5,9	-0,7	2,2	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	...	-0,7	-21,6	-1,5	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	10,4	8,3	11,2	9,0	6,9	6,0	6,0	6,1	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-75,7	3,2	-29,7	-57,6	-75,7	-75,7	-79,9	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	5,8	-36,9	-37,2	-18,0	-17,2	-18,3	-21,3
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,8	3,0	-12,9	-2,2	-3,2	-3,9	-11,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,0	-5,4	-3,3	-7,1	-7,1	-4,0	-2,8	-1,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-8,6	-27,7	-26,9	-26,2	-26,2	-25,7	-24,4
Mercado de trabalho									
População empregada	1,0	-2,0	-0,3	-3,8	-3,0	-1,0	-1,7	-3,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,8	6,7	5,6	7,8	7,1	6,8	7,2	...
PIB	2,5	-7,6	-2,2	-16,3	-5,7	-6,1	...	...	...

Preços

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Inflação global	0,3	0,0	0,4	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,3	0,5
Inflação subjacente	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,7

Setor externo

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	1,5	-6,8	-7,8	-10,2	-10,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-15,2	2,8	-7,6	-12,0	-15,2	-15,2	...	...
Saldo corrente	0,8	-2,4	0,7	-0,2	-2,2	-2,4	-2,4	...	...
Bens e serviços	1,6	-3,6	1,1	-0,6	-3,0	-3,6	-3,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,2	-0,3	0,4	0,8	1,2	1,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,6	0,3	2,9	2,4	0,3	0,3	0,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	6,4	9,0	9,2	10,1	10,1	...	...
À vista e poupança	14,8	18,8	17,6	20,1	18,4	18,8	18,8	...	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	-3,2	-1,0	0,4	1,4	1,4	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-17,1	-10,4	-15,7	-13,8	-17,1	-17,1	...	...
TOTAL	5,2	9,1	5,7	7,9	8,2	9,1	9,1	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-0,1	4,6	0,5	0,5	2,1	4,6	4,6	...	...
Empresas não financeiras	-3,7	10,4	-2,6	1,0	4,4	10,4	10,4	...	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	-0,7	-0,1	0,7	2,1	2,1	...	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	15,0	1,5	1,3	-1,2	-1,2	...	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,3	-4,9	-9,7	-5,7	-4,3	-4,3	...	...
TOTAL	-0,3	4,3	0,2	0,1	1,8	4,3	4,3	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	6,2	...	6,0	5,5	5,3	...	...	...	...

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

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