

IM04

INFORMAÇÃO MENSAL
ABRIL 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
*Novo pacote fiscal nos EUA:
sobreaquecimento à vista?*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*Os fatores que estão por detrás do aumento
da inflação na Zona Euro*

ECONOMIA PORTUGUESA
Portugal: quem tem medo da pandemia?

ECONOMIA ESPANHOLA
*Balanço da situação dos setores
«intermédios» em Espanha*

DOSSIER: DESAFIOS DOS BANCOS CENTRAIS NO MUNDO PÓS-PANDEMIA

À espera da inflação

A sombra do domínio fiscal

*A independência dos bancos centrais:
da teoria à prática*

*Bancos centrais e moedas digitais:
um enorme desafio e não isento
de dificuldades*

INFORMAÇÃO MENSAL

April 2021

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

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/
<http://www.bancobpi.pt/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

Adrià Morron Salmeron

Coordenador da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de março de 2021

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Quo vadis, dívida da China?*

11 *Novo pacote fiscal nos EUA: sobreaquecimento à vista?*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

17 *Os fatores que estão por detrás do aumento da inflação na Zona Euro*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

24 *Portugal: quem tem medo da pandemia?*

26 ECONOMIA ESPANHOLA

28 *Balanço da situação dos setores «intermédios» em Espanha*

30 *Um pacote de ajudas a empresas e a trabalhadores independentes muito necessário em Espanha*

32 *Automatização: uma corrida à qual Espanha não dedica esforços suficientes*

34 DOSSIER: DESAFIOS DOS BANCOS CENTRAIS NO MUNDO PÓS-PANDEMIA

34 *À espera da inflação*

36 *A sombra do domínio fiscal*

38 *A independência dos bancos centrais: da teoria à prática*

41 *Bancos centrais e moedas digitais: um enorme desafio e não isento de dificuldades*

Bitcoins a 50.000 euros, quem dá mais?

A cotação da *bitcoin* atingiu os 50.000 euros no final de março, cerca de 10 vezes mais do que há 12 meses e 3 vezes mais do que o pico alcançado em dezembro de 2017. Os 10.000 *bitcoins* pelos quais duas pizzas foram pagas em 2010 equivaleriam agora a 500 milhões de euros, sendo que o valor de todas as *bitcoins* em circulação se aproxima do bilhão de euros, um número intermédio entre a capitalização bolsista da Google e do Facebook. Trata-se de números estonteantes que nos fazem questionar se não estamos perante uma enorme bolha.

Porque razão alguém paga 50.000 euros por uma *bitcoin*? Certamente que não o faz porque se trata de um meio de pagamento normalmente aceite, porque não o é. A sua aceitação continua a ser irrisória, embora a sua utilização seja mais comum no mundo das atividades ilícitas. Nem sequer o fazem pensando na *bitcoin* como um ativo que gere um fluxo de investimentos na forma de dividendos, porque não os pagam nem nunca os irão pagar. Também não faz sentido pensar na *bitcoin* como uma reserva estável de valor, devido à sua elevada volatilidade.

A razão mais plausível pela qual alguém esteja disposto a pagar 50.000 euros por uma *bitcoin* é seguramente esperar poder vender o ativo mais caro, uma especulação apoiada numa narrativa que tenta justificar cotações cada vez mais elevadas.

Por exemplo, tem sido disseminada a ideia que a *bitcoin* oferece proteção contra o suposto risco de hiperinflação das atuais expansões monetárias. Melhor proteção, no entanto, oferecem as obrigações indexadas, que pagam um cupão que depende da taxa de inflação. Por outro lado, o ouro, um ativo de refúgio perante riscos inflacionistas, tem cotação praticamente nos mesmos níveis de há um ano, ou seja, não parece que estes receios possam explicar o atrativo renovado da *bitcoin*. Também se diz que a criptomoeda serve para nos protegermos de taxas de juro negativas, mas não parece que um instrumento que paga 0% de juros e cuja cotação flutua, como acontece com a *bitcoin*, ofereça essa proteção. Além disso, as taxas de juro em dólares não só não são negativas como também aumentaram significativamente nos últimos meses.

Outro elemento da narrativa atual que contribuiu para o aumento da *bitcoin* é a suposta entrada de investidores institucionais que estariam a integrar a criptomoeda nas suas carteiras de investimentos. Infelizmente, não existem dados fiáveis para poder corroborar esta afirmação. É sabido, porque assim o anunciaram elas mesmas, que várias empresas e *hedge funds* efetuaram esses investimentos, mas não é claro se é algo irrisório ou se são exemplos de uma tendência mais ampla. Contudo, estes anúncios serviram para alimentar esta narrativa de avanço imparável da *bitcoin*. Por outro lado, ninguém se deverá surpreender que existam *hedge funds* que queiram aproveitar uma bolha especulativa para conseguirem lucros a curto prazo.

Vários eventos poderão desencadear uma forte correção na cotação da *bitcoin*. Para começar, a «doença de altura». Será cada vez mais difícil justificar que o preço tem ainda espaço para subir e, desta forma, aguentar uma valorização contínua, mas a mesma estabilização do preço poderá ser a precursora do seu colapso, porque haverá investidores que, sem expectativas de uma valorização contínua, não estarão interessados em manter as suas posições. Uma correção de preços poderá, por sua vez, situar o foco em narrativas diferentes das mencionadas nas linhas anteriores, que justificarão ainda maiores quedas: a pouca liquidez do mercado, que provoca fortes movimentos de preço com pouco volume de transações; a vulnerabilidade do mercado de *bitcoins* à manipulação, dada a ausência prática de regulação e supervisão; o desperdício de energia que a *bitcoin* pressupõe num contexto de maior sensibilização ao nível da luta contra as alterações climáticas, ou a ameaça emergente em forma de moedas digitais dos bancos centrais, com criptomoedas que teriam curso legal.

Em 2018, o preço da *bitcoin* caiu mais de 80%. Voltaremos a ver algo semelhante em 2021? Poderá suceder embora ninguém o saiba com certeza. Como disse Isaac Newton após perder o seu investimento na bolha da Companhia do Mar do Sul em 1720, «é mais fácil prever o movimento dos corpos celestes que as emoções dos investidores».

Cronologia

MARÇO 2021

- 5** A UE e os EUA suspendem as taxas aduaneiras que tinham sido impostas mutuamente, como represália pelas ajudas estatais às suas respetivas indústrias aeroespaciais.
- 11** O BCE indica que aumentará o ritmo de compras semanais ao abrigo do programa PEPP de compras de ativos de dívida, apesar de não ter alterado nem o desenho nem a capacidade total (1,85 biliões de euros) do programa.
- 19** Vários países da UE retomam a vacinação contra a COVID-19 com doses da AstraZeneca (suspensa em meados do mês) após a Agência Europeia de Medicamentos ter reafirmado a sua segurança e eficácia.

JANEIRO 2021

- 15** A contagem oficial de óbitos por COVID-19 supera, a nível mundial, 2 milhões de pessoas.
- 20** Joe Biden presta juramento como novo presidente dos EUA No início do mês, simpatizantes de Donald Trump irromperam pela sede do Capitólio em protestos pelos resultados eleitorais.

NOVEMBRO 2020

- 15** A Austrália, a Nova Zelândia e 13 economias asiáticas (incluindo a China) assinaram um acordo comercial a grande escala (o *Regional Comprehensive Economic Partnership*).
- 20** As primeiras vacinas contra a COVID-19 solicitam a aprovação oficial das autoridades após a conclusão da fase de ensaios.

FEVEREIRO 2021

- 13** O Senado dos EUA absolve Donald Trump do *impeachment* pela segunda vez.
- 24** O Gana é o primeiro país a receber um lote de vacinas ao abrigo do COVAX, o programa liderado pela OMS para garantir um acesso equitativo às vacinas contra a COVID-19 entre os países em desenvolvimento.

DEZEMBRO 2020

- 2** O Reino Unido torna-se no primeiro país ocidental a aprovar o uso de uma vacina contra a COVID-19.
- 10** O BCE aumenta a dotação do PEPP para 1,85 biliões, prolonga as suas compras líquidas até março de 2022 e lança três novas TLTRO-III.
- 24** A UE e o Reino Unido alcançam um acordo comercial para regular as suas relações económicas a partir de 1 de janeiro de 2021, data em que o Reino Unido abandona o mercado único e a união alfandegária.

OUTUBRO 2020

- 16** A agência de classificação Moody's desce o *rating* do Reino Unido, de Aa2 para Aa3.
- 28** França anuncia um novo confinamento e outros países europeus (como a Alemanha) também aplicam maiores restrições à mobilidade de forma mais significativa do que nos meses anteriores.

Agenda

ABRIL 2021

- 5** Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).
- 6** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 9** Portugal: comércio internacional (fevereiro).
- 14** Portugal: atividade turística (fevereiro).
- 15** Espanha: contas financeiras (4T).
- 16** Portugal: execução orçamental do Estado (março).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 27-28** Comité Monetário da Fed.
- 29** Espanha: previsão do IPC (abril).
Espanha: inquérito de população ativa (1T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
EUA: PIB (1T).
- 30** Espanha: previsão do PIB (1T).
Espanha: execução orçamental do Estado (março).
Portugal: evolução do PIB (1T).
Zona Euro: PIB (1T).

MAIO 2021

- 5** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 6** Portugal: crédito de nova concessão (março).
- 7** Espanha: índice de produção industrial (março).
- 10** Portugal: volume de negócios na indústria (março).
- 12** Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 14** Portugal: *rating* Fitch.
- 17** Espanha: comércio externo (março).
- 18** PIB do Japão (1T).
- 26** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (março).
- 28** Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
Portugal: indicador de confiança das empresas e consumidores (maio).
- 31** Espanha: previsão do IPC (maio).
Espanha: execução orçamental do Estado (abril).
Portugal: previsão do IPC (maio).

A frustração europeia

Parecia que desta vez ia ser diferente. Historicamente, o projeto europeu avançou relutantemente, tentando fazer da necessidade uma virtude. Em grande medida, o vasto tecido institucional europeu foi criado a reboque dos acontecimentos, após longas e tensas negociações. Por outro lado, as medidas tomadas desde o início da pandemia, como o programa de estímulo económico Next Generation EU, de uma dimensão nunca vista no Velho Continente e adotado de forma relativamente rápida, ou a atuação sem hesitações do BCE, convidavam ao otimismo. Parecia que desta vez a Europa mudava de velocidade e tomava uma certa iniciativa.

No entanto, a China primeiro e mais recentemente os EUA revelaram que a Europa continua a estar um passo atrás. Enquanto estas economias consolidam a sua expansão económica, os principais países europeus recuam novamente para travar o avanço do vírus, com os consequentes efeitos sobre a economia. Traduzido em números, o PIB da China fechará o 1T mais de 6% acima do nível anterior à pandemia. Nos EUA, o PIB terá aumentado 1,5% em cadeia no 1T, alcançando provavelmente o nível anterior à pandemia no 2T deste mesmo ano. Por outro lado, na Zona Euro a queda do PIB poderá aproximar-se dos -1% no 1T, não sendo de esperar que o mesmo alcance o nível anterior à pandemia até ao segundo semestre de 2022.

No caso dos EUA, parece que proximamente será adicionado um novo pacote de estímulo económico aos dados positivos da atividade económica e do mercado de trabalho. A Administração Biden está a ser muito ativa e, poucas semanas após aprovar um pacote fiscal de 1,9 biliões de dólares para estimular a economia a curto prazo, anunciou a vontade de levar a cabo outro ambicioso programa, desta vez centrado em investimentos a médio prazo em infraestruturas e educação, o qual poderá alcançar os 2 biliões de dólares distribuídos em vários anos. Isto reforçou a expectativa que a atividade económica continuará a ganhar força nos próximos trimestres, pelo que revimos em alta as previsões de crescimento para este ano em pouco mais de 1 p.p., para 6%. A melhoria das perspetivas é generalizada entre a comunidade de analistas, o que está a ajudar a consolidar a ascensão da taxa de juro das obrigações norte-americanas a 10 anos, a qual acumula já um aumento de mais de 75 p.b. desde o início do ano. Uma dimensão muito destacável, que não era de esperar há poucos meses e que a Fed não vê com preocupação porque reflete, em grande medida, a melhoria das perspetivas económicas.

A situação é bem diferente na Europa. Revimos ligeiramente em baixa o crescimento previsto para este ano devido às

maiores restrições em termos das medidas de luta contra a pandemia nos principais países europeus. Situamo-la agora em 4,1%, menos 0,2 p.p. que a previsão anterior. O BCE aumentou o ritmo de compras de ativos para assegurar que as taxas de juro se mantenham perto dos níveis dos últimos meses. A economia ainda se encontra numa situação muito frágil para permitir o mínimo sinal de aperto das condições financeiras. O Tribunal Constitucional alemão voltou a centrar todas as atenções ao suspender temporariamente a ratificação do fundo de recuperação europeu (a implementação exige a ratificação por parte de todos os Estados-membros). Esperemos que isto não pressuponha o atraso nos primeiros desembolsos do fundo que *a priori* são esperados para este verão.

O contexto europeu não é favorável para a economia portuguesa como também não o foi a evolução da pandemia durante os últimos meses, que obrigou a aplicar maiores medidas de restrição à mobilidade e à atividade. Assim, após ligeiro crescimento no 4T do ano passado, no 1T deste ano é provável que seja registada uma taxa de crescimento ligeiramente negativa, de acordo com as estimativas do BPI Research. Isto é o que os indicadores de atividade de alta frequência sugerem (por exemplo, o DEI calculado pelo Banco de Portugal), assim como a evolução do mercado de trabalho.

A evolução recente dos indicadores de atividade portugueses coloca alguns riscos de revisão em baixa da atual previsão do BPI Research para a economia portuguesa em 2021 (atualmente em 4,9%), ainda que para o conjunto dos dois anos, 2021 e 2022, a nossa previsão seja demasiado cautelosa. Assim, deveremos apresentar uma recalibração do cenário em Maio, após o conhecimento das contas nacionais no 1T2021. Confiamos que o *impasse* no processo de reativação económica no qual se encontra a economia portuguesa e restantes países europeus terminará no 2T. Esperamos que nas próximas semanas aumente o ritmo de vacinação, o que permitirá que a população de risco esteja imunizada durante este 2T, podendo assim as restrições serem aliviadas significativamente e continuarmos na esteira dos países que vão um passo à frente. Além disso, é muito importante que os programas que estão ativados cheguem rapidamente às empresas e às famílias. Certamente que a situação na qual se encontram os países que vão um passo à frente nos poderá criar alguma frustração, mas ela também nos deverá criar esperança. Brevemente estaremos numa situação idêntica.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Libor 3 meses	3,62	0,75	2,79	1,91	0,23	0,25	0,45
Libor 12 meses	3,86	1,26	3,08	1,97	0,34	0,50	0,80
Dívida pública 2 anos	3,70	0,80	2,68	1,63	0,13	0,25	0,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,58	2,83	1,86	0,93	1,90	2,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,32	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	-0,36	-0,46	-0,47	-0,45	-0,45
Euribor 1 mês	3,18	0,67	-0,37	-0,45	-0,56	-0,48	-0,43
Euribor 3 meses	3,24	0,85	-0,31	-0,40	-0,54	-0,50	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	1,00	-0,24	-0,34	-0,52	-0,48	-0,38
Euribor 12 meses	3,40	1,19	-0,13	-0,26	-0,50	-0,45	-0,35
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,55	-0,60	-0,63	-0,73	-0,60	-0,45
Dívida pública 10 anos	4,30	1,82	0,25	-0,27	-0,57	-0,35	0,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,06	-0,02	-0,36	-0,57	-0,36	-0,06
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	-0,24	0,12
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,15	0,50
Prémio de risco	11	178	117	71	62	50	50
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	-0,29	0,05
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	-0,28	0,14
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,15	0,53
Prémio de risco	19	353	147	67	60	50	53
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,17	1,17
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,90	0,89	0,90
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,76	0,77
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	64,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	54,7	53,8

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,5	2,8	-3,3	5,7	4,3
Países desenvolvidos	2,7	1,3	2,2	1,6	-4,8	4,9	3,5
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-3,5	6,0	3,9
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,3	-6,8	4,1	3,3
Alemanha	1,6	1,3	1,6	0,6	-5,3	3,0	3,2
França	2,2	0,8	1,7	1,5	-8,2	5,7	3,1
Itália	1,5	-0,5	0,8	0,3	-8,9	3,8	3,7
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	4,9	3,1
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,0	4,4
Japão	1,4	0,5	0,6	0,3	-4,9	2,8	1,9
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-9,8	6,2	4,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,1	4,5	3,6	-2,2	6,2	4,9
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	5,6
Índia	9,7	6,9	6,7	5,0	-7,0	10,6	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	-4,1	3,5	2,5
México	2,4	2,1	2,2	0,0	-8,2	4,0	2,5
Rússia	7,2	0,9	2,5	1,3	-3,1	3,0	2,2
Turquia	5,4	5,1	2,8	0,9	1,6	4,0	3,4
Polónia	4,2	3,4	5,4	4,6	-2,7	3,7	4,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,5	3,2
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,6	1,5	1,5
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,4	2,2
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	2,0	1,2
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,5	1,4
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	2,0	1,2
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	1,9	1,1
Portugal	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Espanha	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	1,1	1,5
Japão	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,1	0,6
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,9	1,4
Países emergentes	6,7	5,7	4,9	5,1	5,1	4,3	4,3
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	1,3	2,3
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	5,5	4,7
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	3,2	4,1	3,5
México	5,2	4,2	4,9	3,6	3,4	3,8	3,7
Rússia	14,2	8,7	2,9	4,5	4,9	3,5	4,0
Turquia	27,2	8,4	16,2	15,5	14,6	10,4	8,0
Polónia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,7	3,4	2,7

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,1	2,6	2,6	-5,9	3,8	4,1
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,6	0,7	0,5	3,5	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-2,0	6,2	5,4	-2,2	3,8	5,5
Bens de equipamento	1,2	1,2	8,9	2,8	-	-	-
Construção	-1,5	-4,4	4,7	7,2	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,5	3,1	2,8	-4,6	3,7	3,8
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,2	4,0	-18,7	15,8	9,3
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,0	4,7	-12,1	12,4	10,5
Produto interno bruto	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	4,9	3,1
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,3	1,0	-2,0	-0,6	1,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	7,0	6,5	6,8	9,1	7,7
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-3,5	0,6	0,4	-1,2	-0,7	-0,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,6	1,2	0,1	0,0	0,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-5,7	-5,7	-3,2

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	1,8	0,9	-12,4	6,8	4,0
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	2,6	2,3	3,8	3,7	1,7
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,8	6,1	2,7	-11,4	6,8	5,7
Bens de equipamento	4,9	-0,5	5,4	4,4	-13,0	12,7	5,8
Construção	5,7	-5,2	9,3	1,6	-14,0	3,7	5,7
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,7	3,0	1,4	-8,7	5,7	3,8
Exportação de bens e serviços	4,7	3,1	2,3	2,3	-20,2	11,4	7,8
Importação de bens e serviços	7,0	-0,3	4,2	0,7	-15,8	11,3	6,2
Produto interno bruto	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,0	4,4
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,0	2,6	2,3	-7,5	1,6	2,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,5	15,3	14,1	15,5	16,5	15,3
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	1,1	1,5
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	1,2	2,4	5,3	-4,3	-0,6
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,8	1,9	2,1	0,7	1,5	1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,3	2,4	2,6	2,6	1,7	1,8
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,7	-2,5	-2,9	-11,0	-8,8	-6,3

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

Previsões

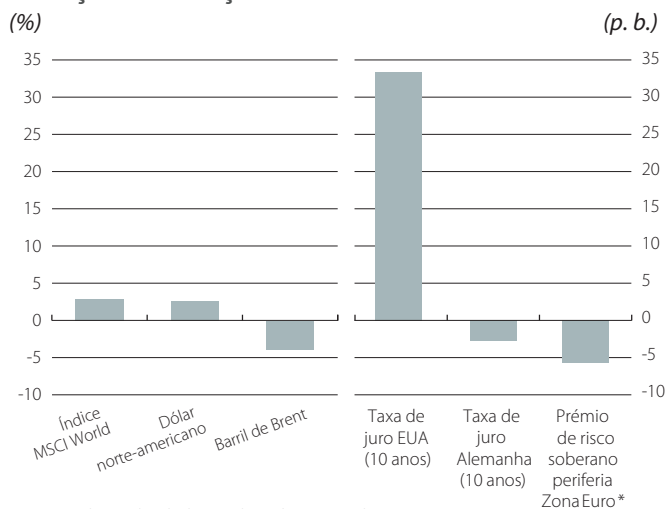
O otimismo nos mercados financeiros avança com prudência

Oscilações no sentimento de investimento. Durante o mês de março os investidores agarraram-se à evolução irregular da pandemia a nível global, ao estímulo fiscal da Administração Biden, finalmente aprovado, e aos receios de um sobreaquecimento na economia norte-americana como principais *drivers* do mercado. Destes elementos, o que registou um maior domínio foi o estímulo fiscal nos EUA que impulsionou os principais índices bolsistas e, sobretudo, as taxas de juro a longo prazo da dívida soberana nos EUA. No entanto, foram registadas sessões nas quais as dúvidas sobre a evolução da pandemia (seja por um ritmo de vacinação mais lento do que o previsto nalgumas regiões, pelo aumento de casos a nível global ou pela extensão de medidas de confinamento) abrandaram o sentimento de investimento. Contudo, onde não foram registadas oscilações foi na política monetária, pois tanto a Reserva Federal dos EUA como o BCE reafirmaram a sua intenção de não retirar o estímulo Monetário a curto prazo. De facto, na Zona Euro, o BCE anunciou que vai acelerar o ritmo de compras de ativos ao abrigo do PEPP com a intenção de manter condições financeiras acomodáticas.

A inclinação da curva soberana dos EUA mantém o protagonismo. Como está a acontecer desde janeiro, a taxa de juro dos *treasuries* a longo prazo continuou a aumentar devido à expectativa de maiores taxas de inflação nos próximos anos e ao aumento das taxas de juros reais. A possibilidade de que o pacote fiscal aprovado pela Administração Biden possa levar a economia norte-americana a um sobreaquecimento, juntamente com uma maior tolerância da Fed a taxas de inflação superiores a 2%, está a repercutir-se em aumentos das expectativas de inflação e subidas das taxas de juro nominais (para mais detalhes ver o Focus «Novo pacote fiscal nos EUA: sobreaquecimento à vista?» nesta edição da *Informação Mensal*). No entanto, na Zona Euro a história é ligeiramente diferente. O aumento que a taxa de juro da dívida alemã de longo prazo sofreu desde o início do ano foi menor (+28 p.b. para +83 dos *treasuries*) e não existem receios de sobreaquecimento da economia europeia. Assim, no conjunto do mês, a taxa de juro da dívida alemã desviou-se da sua homóloga americana e fletiu ligeiramente para baixo, tendo descido os prémios de risco periféricos.

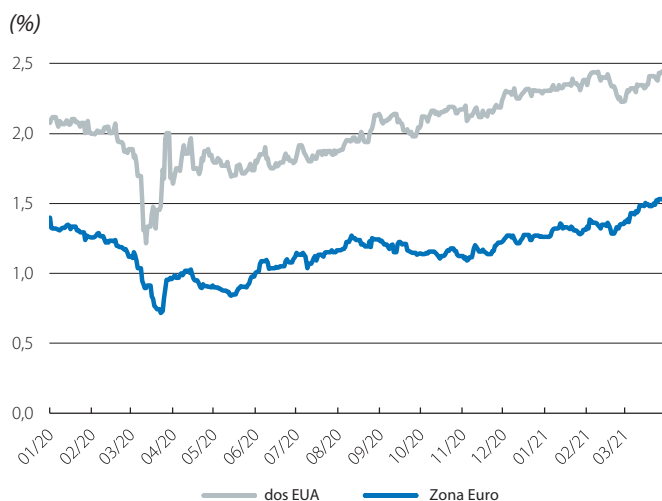
A Fed não altera a sua política monetária. Apesar da melhoria do cenário económico que se reflete nas suas novas previsões macroeconómicas e na expectativa de uma maior inflação nos próximos anos, na sua reunião de março a Fed reafirmou que não pretende subir as taxas de juro pelo menos até 2023. Jerome Powell insistiu que a prioridade atual da Fed é alcançar o objetivo de máximo emprego e lembrou que ainda falta muito terreno por recuperar neste aspeto. Por outro lado, a Fed também se manteve imóvel face às recentes subidas das taxas de juro dos *treasuries* a 10 anos, tendo o presidente Powell repeti-

Variáveis financeiras selecionadas: variação em março



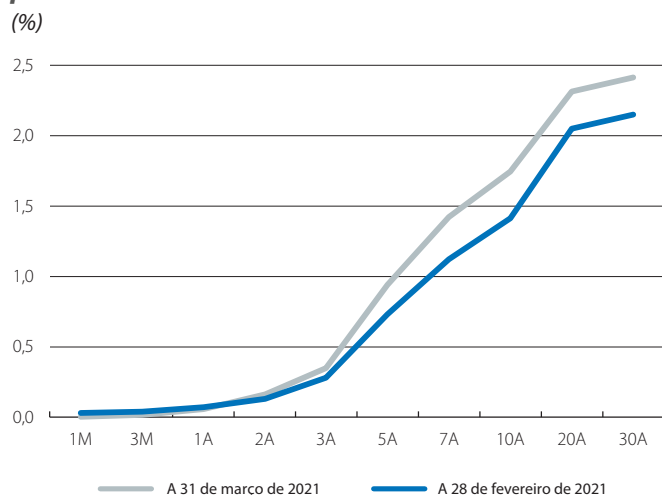
Nota: * Média ponderada de Espanha, Itália e Portugal.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Expectativas de inflação de cinco em cinco anos



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

EUA: taxa de juro sobre a dívida pública por vencimento



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

do no seu discurso habitual: não consideram que a subida seja negativa, pois reflete melhores expectativas económicas a médio prazo. Assim, a Fed mantém a taxa de juro oficial no intervalo 0,00%-0,25% assim como as compras de ativos: atualmente 80.000 milhões de dólares em *treasuries* e 40.000 milhões de dólares em MBS por mês.

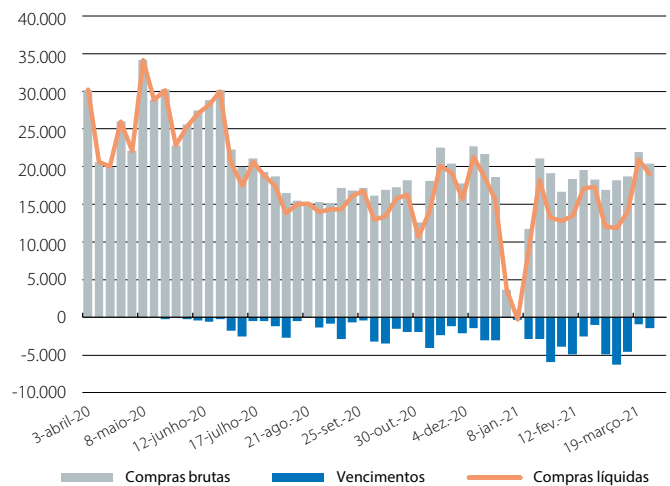
O BCE enfrenta a subida das taxas de juro soberanas. No seu desejo em manter um ambiente financeiro acomodaticio para apoiar a recuperação económica, Christine Lagarde explicou, após a reunião de política monetária de março, que o BCE acelerará o ritmo de compras dentro do programa de emergência (PEPP). Nos dados publicados durante março já foi possível observar como as compras líquidas semanais se tinham situado acima dos 20.000 milhões de euros, enquanto a média desde janeiro tinha sido de 15.000 milhões. Além disso, o BCE não alterou a sua visão do cenário económico da Zona Euro tendo publicado um quadro de previsões muito idêntico ao de dezembro, com a diferença de uma maior inflação global e subjacente durante 2021 devido a fatores técnicos e temporários (ver o Focus «Os fatores que estão por detrás do aumento da inflação na Zona Euro» nesta edição da *Informação Mensal*). Assim, o BCE manteve as taxas de juro nos níveis mínimos (*depo* em -0,50% e *refi* em 0%) e não alterou nem o programa de compra de ativos APP nem a comunicação acerca das suas ferramentas.

Fortalecimento do dólar norte-americano. Neste cenário no qual nos EUA existem maiores taxas de juro a longo prazo, maior permissividade a possíveis subidas da inflação por parte da Fed e maior crescimento económico, o dólar valorizou face à maior parte das moedas das economias avançadas e emergentes, tendo o euro flutuado abaixo dos 1,18 dólares. Especialmente acentuada foi a desvalorização da lira turca (-10% face ao dólar), depois do presidente Recep Tayyip Erdoğan ter destituído em março Naci Ağbal, até então presidente do banco central. A destituição ocorreu alguns dias após o banco central ter aumentado as taxas de juro oficiais em 2 p.p., seguindo a dinâmica dos meses anteriores (+10,75 p.p. desde agosto de 2020) que tinha restaurado alguma confiança na lira turca. Contudo, o contágio desta desvalorização para outras moedas emergentes foi muito moderado.

As bolsas refletem o otimismo devido ao estímulo fiscal dos EUA. Os principais índices bolsistas registaram ganhos significativos durante o mês de março que deram continuidade aos avanços de fevereiro e à rotação setorial. Especificamente, nos últimos dois meses as cotações dos setores mais associados ao ciclo económico mostraram um melhor desempenho, enquanto os setores com maior sensibilidade aos aumentos das taxas de juro (como o tecnológico, que além disso em 2020 beneficiou das alterações nos padrões de consumo causados pela pandemia) registaram uma tendência mais contida. Assim, o índice Nasdaq (com um maior peso das empresas tecnológicas) terminou o mês praticamente sem variações, enquanto o índice Dow Jones e o S&P 500 cresceram mais de 4%. Esta rotação também influenciou de forma ascendente os índices da Zona Euro, que registaram ganhos entre +4% do Ibox 35 e +9% do DAX alemão.

BCE: compras semanais ao abrigo do PEPP

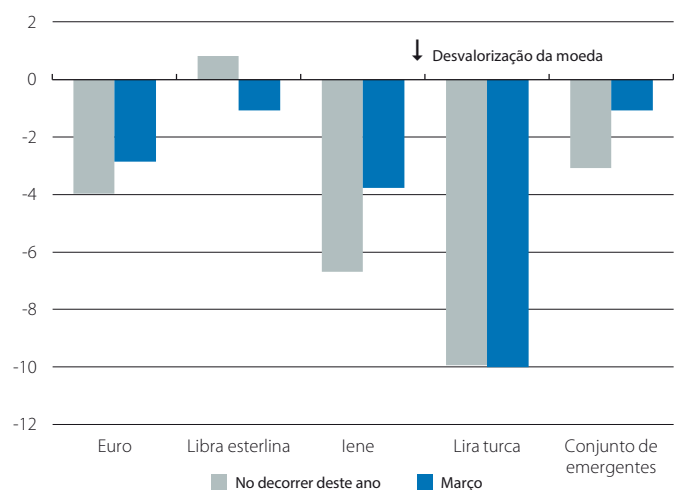
(Milhões de euros)



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

Moedas vs dólar

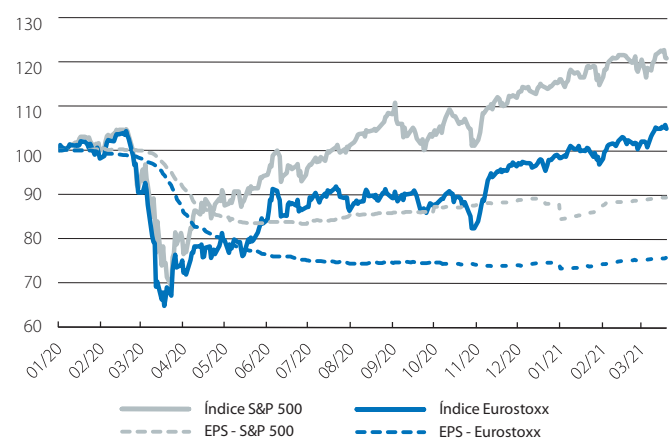
(%)



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

S&P e Eurostoxx: evolução do índice e das expectativas de lucros de 2021

Índice (100 = janeiro 2020)



Nota: Estimativa de lucros calculada pela Bloomberg para o ano fiscal de 2021.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Quo vadis, dívida da China?

O mercado de dívida chinês terminou o ano de 2020 tal como o começou. Em janeiro do ano passado, as autoridades monetárias chinesas iniciaram uma «operação de limpeza» com o objetivo de colocarem mais rigor nas avaliações de crédito e de reduzirem a dependência das ajudas do banco central da China (PBoC, em inglês), com o consequente aumento dos incumprimentos (53.000 milhões de yuans em janeiro de 2020). O aparecimento da pandemia impôs uma pausa. A consolidação da recuperação (a China é a única grande economia que cresceu em 2020) e de condições financeiras favoráveis permitiram retomar a «operação de limpeza» em outubro. A consequência imediata foi, mais uma vez, o aumento dos incumprimentos. Enquanto entre fevereiro e setembro de 2020 só houve 15 incumprimentos em obrigações, com um saldo vivo de 80.000 milhões de yuans, o conjunto de novembro e dezembro elevou o total de 2020 para 200.000 milhões de yuans (ou 31.000 milhões de dólares) num mercado de 8 biliões de dólares (obrigações do Governo e de sociedades não financeiras). O tiro de partida foi dado a 10 de novembro com a falta de pagamento de obrigações por parte da Yongcheng Coal & Electricity, uma extratora de carvão que supostamente era a mais rentável da China. Na semana seguinte, a rentabilidade do mercado de obrigações de qualidade AAA passou de 3,2% para 3,6%. Outro nome célebre na lista de baixas foi o do Shandong Ruyi Technology Group, proprietário da Lycra e da Gieves & Hawkes, apelidado de LVMH da China. Além disso, as autoridades anunciaram uma política de tolerância zero face às más condutas, que teve como efeito a retirada da licença à agência Golden Credit Rating, a maior da China, que tinha classificado a dívida da Yongcheng como segura.

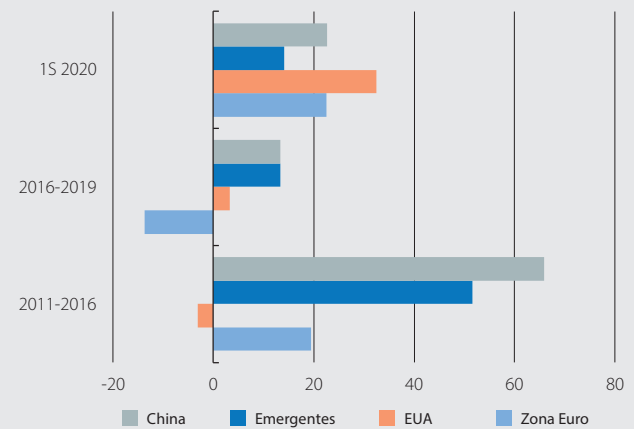
Porque é necessário fazer uma limpeza?

A China aspira a desempenhar um papel fundamental nos mercados financeiros globais. No entanto, os padrões de supervisão do setor financeiro chinês continuam abaixo dos padrões das economias avançadas. A dívida chinesa (empresas não financeiras, mais famílias, mais Governo) alcançou 280% do PIB em junho de 2020, assemelhando-se mais aos 301% das economias avançadas (EUA, 286% e Zona Euro, 283%) que aos 210% das economias emergentes (o outro grande emergente, a Índia, 140%).

Contudo, convém referir que a China fez progressos na contenção da sua dívida. Se bem que nos anos seguintes à Grande Recessão, de finais de 2011 a março de 2016, o endividamento tenha aumentado 65,9 p.p. do PIB (de 178,4% para 244,3% do PIB), desde então e até finais de 2019 o endividamento subiu apenas 13,3 p.p. (para 257,6%). Este aumento foi semelhante ao aumento do conjunto dos países emergentes e superior ao aumento das economias avançadas (EUA, 3 p.p. e Zona Euro,

China: aumento comparado da dívida

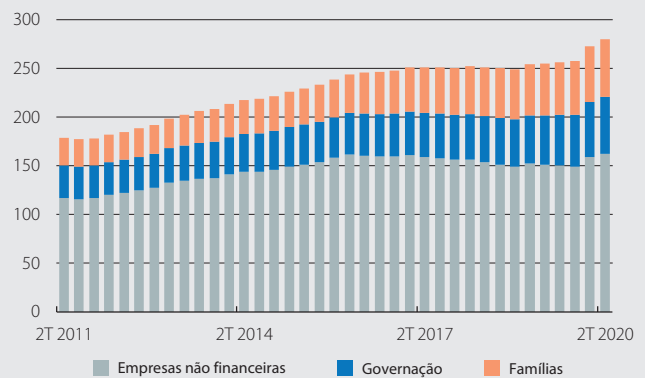
(p. p. do PIB)



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

China: evolução da dívida por setores económicos

(p. p. do PIB)



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

-27 p.p.), mas com um maior crescimento económico (o PIB da China cresceu 21,1% no triénio 2017-2019, acima dos 7,7% dos EUA e dos 5,8% da Zona Euro). Além disso, na emergência da pandemia, o aumento da dívida na China foi de pouco mais de 20 p. p., um número semelhante ao da Zona Euro e inferior aos mais de 30 p.p. dos EUA e dos 28 p.p. do conjunto das economias emergentes.

No entanto, para além do montante total da dívida chinesa, preocupa-nos a sua composição. Dos 280 p.p. do PIB, 162 são dívida das empresas não financeiras, das quais mais de metade são conglomerados estatais. Neste aspeto, preocupa-nos terem sido criadas bolsas de financiamento irregular. Além disso, grande parte da poupança da economia é canalizada para investimentos das mencionadas SOE (*state-owned enterprises*), que costumam ter uma baixa rentabilidade de capital e que eventualmente poderão limitar a capacidade de lidar com a gestão das suas dívidas, como demonstra o caso da empresa de carvão Yongcheng. O problema

umenta pela falta de uma supervisão independente e pelo *shadow banking*, onde os governos locais produziam um importante aumento de dívidas de baixa qualidade.

A China regressa à limpeza

A necessidade de fazer uma limpeza era obrigatória, sendo que no final de 2020 o ambiente começou a ser favorável à retoma deste processo. A China tinha recuperado os níveis do PIB pré-pandemia já no 2T 2020, tendo continuado a crescer no 3T e 4T. A guerra comercial com os EUA fez com que muitas das empresas chinesas às quais foi negada a cotação na bolsa norte-americana regressassem à bolsa de Hong Kong, realçando a liquidez e a importância deste mercado de valores com o subsequente influxo de capitais. Além disso, no final de setembro, foi decidido que as obrigações chinesas fossem admitidas no influente índice FTSE Russell (embora a sua inclusão de facto não esteja prevista até ao outono de 2021) e fossem consideradas um investimento solvente. Neste contexto, a vontade das autoridades chinesas em limparem e zelarem por uma maior solidez financeira já sem o receio de uma recessão pela pandemia, não é mais que responder à confiança prudente que os mercados internacionais e os agentes que os regulam depositaram nos ativos financeiros chineses.

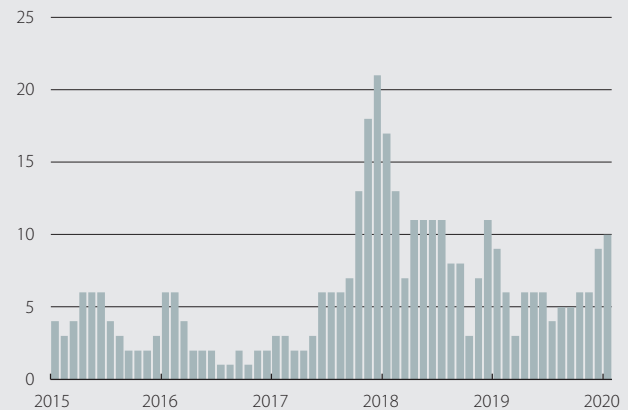
Contudo, o regresso ao processo de saneamento financeiro foi precedido de uma batalha política. As tensões comerciais e o *decoupling* com os EUA estão a dificultar a China abastecer-se de *inputs* com conteúdo tecnológico norte-americano, o que poderá comprometer o avanço tecnológico da China na produção de chips para os seus gigantes tecnológicos (como a Huawei), lembrando as amargas memórias do século XIX quando a China foi ultrapassada pela tecnologia das potências coloniais. É por estas questões que existe uma fação política pró-crescimento, liderada por Jack Ma (o fundador da Alibaba, a Amazon chinesa), que quer dar prioridade ao crescimento económico acima da estabilidade financeira. Querem ir mais depressa e criticam o peso das SOE e o pesado sistema bancário. Do outro lado do campo encontra-se o PBoC, mais partidário em resolver os riscos de estabilidade financeira. Este conflito começou a ser resolvido no início do passado mês novembro: foi dada oficialmente prioridade à retoma do saneamento financeiro, foi promulgada uma lei antimonopólio e foi travado o aumento de capital da Ant (o braço financeiro da Alibaba).

O que vai acontecer a partir de agora?

O saneamento financeiro da China implica a melhoria da qualidade da sua dívida, do seu sistema financeiro e de conseguir um crescimento mais equilibrado, com uma maior ênfase no consumo privado e nas exportações de alto valor acrescentado, tal como estabelecido no XIX Congresso do Partido Comunista Chinês, de outubro. A decisão das autoridades chinesas foi bem recebida pelos mercados (inicialmente os incumprimentos provocaram

China: número de suspensões de pagamentos

Soma móvel de 3 meses de emissores de dívida que não pagam



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

algumas turbulências e contágios a outras cotações, mas o movimento não teve continuidade), sendo testemunha disto a incipiente melhoria da qualidade da dívida em janeiro de 2021. Especificamente, no início do ano foi observado um alívio nos prémios de risco sobre as obrigações de empresas e um aumento das emissões, embora com o Novo Ano Lunar em fevereiro seja necessário interpretar os últimos dados com cautela.

O processo de saneamento procura atenuar os riscos de instabilidade financeira, mas poderá dar lugar a turbulências financeiras ao longo do percurso. Em primeiro lugar, a limpeza não terminou e espera-se que existam mais incumprimentos em 2021. De facto, com a recuperação económica bem definida é expectável, por parte das autoridades, um aperto gradual das taxas de juro de referência e do conjunto das condições financeiras. Além disso, a crítica da fação pró-crescimento tem a sua razão de ser, pois a principal fonte das dívidas de má qualidade está precisamente nesse setor do Estado que quer fazer uma limpeza, quer pelos seus SOE, o *shadow banking* estimulado pelos governos locais, quer pela sua opacidade face à supervisão independente. Existe um risco que a operação limpeza resulte num maior controlo estatal de empresas como a Alibaba, a JD.com ou a Huawei, o qual poderá trazer menores rendimentos de capital, menor supervisão independente e maiores problemas de dívida. Em terceiro lugar, a lógica das autoridades chinesas não é a lógica das autoridades monetárias das economias avançadas, como a Fed ou o BCE que, sem que isso esteja escrito, asseguram o bom funcionamento dos mercados financeiros. O PBoC também procurará a estabilidade da economia e dos mercados, mas a sua experiência e prioridades não são as mesmas que as da Fed, podendo existir alguma discricionariedade assim como uma menor previsibilidade nas suas decisões. Finalmente, se a recente subida da rentabilidade do treasury norte-americano for maior, o atrativo relativo aos ativos chineses poderá diminuir e causar uma maior restritividade das condições financeiras do que a pretendida.

Novo pacote fiscal nos EUA: sobreaquecimento à vista?

Em 2020, o Governo norte-americano aprovou pacotes fiscais de ajuda contra a crise da COVID-19 por um valor de 4 biliões de dólares (cerca de 20% do PIB). Além disso, acaba de aprovar um novo pacote pelo valor de 1,9 biliões de dólares, em linha com a proposta inicial do presidente Biden.

No entanto, numa economia que está a recuperar com uma certa robustez, será demasiado um estímulo de 1,9 biliões? Existem já vozes não só republicanas, como a de Larry Summers, que alertam sobre os riscos de sobreaquecimento da economia norte-americana face a um pacote desta dimensão¹, sendo que esta ideia começa a encontrar eco nos mercados financeiros, com fortes subidas no período mais longo da curva das taxas de juro (ver o primeiro gráfico).

Avanço sólido mas ainda incompleto dos EUA

O choque económico da COVID-19 nos EUA foi menos intenso que noutras economias avançadas e a sua recuperação está a ser mais sólida. No 4T 2020, o PIB norte-americano estava 2,5% abaixo do 4T 2019, sendo que em meados de 2021 é de prever que se encontre já em níveis anteriores à pandemia. Em contrapartida, na Zona Euro, no final de 2020 o PIB ainda estava abaixo do dado do ano anterior em torno de 5%, sendo que não esperamos que atinja os níveis anteriores à pandemia antes de 2022.

Apesar desta relativa robustez norte-americana, a recuperação é ainda incompleta, mais ainda do que alguns dos indicadores de atividade mostram à primeira vista. Por exemplo, apesar da taxa de desemprego americana se situar em níveis relativamente reduzidos, em torno dos 6% (em comparação com os valores máximos de cerca de 15% registados na primavera de 2020), esta taxa esconde fragilidades importantes. Uma delas incide sobre o facto de um número muito elevado de pessoas (cerca de cinco milhões) terem saído do mercado de trabalho por motivos como o cuidado de pessoas (especialmente filhos pequenos devido ao encerramento total ou parcial dos centros de educação). Neste sentido, medidas alternativas da taxa de desemprego situam-na em níveis de cerca de 11%².

Novo pacote fiscal: com argumentos inflacionistas e com detalhes

A grande dúvida sobre o novo estímulo fiscal de Biden é se a solidez da recuperação que já está em andamento (embora incompleta) precisa de apoios com esta dimensão. Uma forma simples e rápida de o avaliar é com o hiato

1. Ver o artigo de Larry Summers no Washington Post de 4 de fevereiro de 2021, *The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too*.

2. Ver a Real-Engage Population Survey.

EUA: taxas de juro das obrigações soberanas (%)



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

produtivo ou *output gap*, que mede o quão distante está o PIB registado do PIB potencial³. De acordo com o Congressional Budget Office (CBO), o *output gap* norte-americano situava-se em -3% no final de 2020. Isto equivale a dizer que o PIB estava aproximadamente 650.000 milhões de dólares abaixo do potencial. Frente a esta lacuna de produção, a soma do novo estímulo de Biden e o pacote aprovado no final de dezembro (de 0,9 biliões de dólares) ascende a 2,8 biliões: mais de quatro vezes o tamanho do *output gap*. Embora as quantias que serão executadas em 2021 sejam inferiores, os valores são suficientemente elevados para ressaltar o risco de uma ocorrência de pressões inflacionistas⁴.

No entanto, uma série de considerações podem atenuar, e muito, o risco de sobreaquecimento sobre o qual os mais críticos alertam devido ao pacote fiscal. Em primeiro lugar, o *output gap* é incerto e difícil de medir. De facto, tanto o CBO como outras instituições que determinam o *output gap* para os EUA avaliam regularmente as estimativas e efetuam alterações substanciais em muitos casos, tanto para o futuro como para valores passados. Neste sentido, algumas outras estimativas sugerem uma lacuna muito maior da economia norte-americana, mais próxima de -6% que de -3% ⁵.

Em segundo lugar, como um estímulo fiscal repercute na procura agregada e, portanto, na redução do *output gap*,

3. O PIB potencial é o nível de produção máxima que um país pode alcançar com os recursos disponíveis, sendo compatível com uma inflação estável em torno de uma meta. Ver o artigo «PIB potencial: um conceito chave e difuso» no Dossier da IM05/2013.

4. De acordo com estimativas do CBO, cerca de 70% do novo pacote de 1,9 biliões de dólares serão desembolsados em 2021. Ver <https://www.cbo.gov/system/files/2021-03/Recountable.pdf>.

5. Ver Powell, T., Sheiner, L. e Wessel, Sr. (2021). «What is potential GDP, and why is it so controversial right now?». Brookings Series.

depende, em grande medida, do tipo de despesa e dos conhecidos multiplicadores fiscais associados aos vários tipos de despesa⁶. Não é o mesmo um aumento da despesa em saúde contra a pandemia (com um multiplicador claramente superior a 1), que o envio de cheques de estímulo aos cidadãos (com um multiplicador de cerca de 0,5). Neste sentido, cerca de 40% das medidas do novo pacote encaixam neste segundo tipo de propostas (por exemplo, cheques de estímulo de 1.400 dólares e ajudas extras semanais ao desemprego), com um menor poder de impulsionar a procura agregada porque se poupam boa parte destes cheques⁷.

Finalmente, uma das razões de peso que os favoráveis a incentivos fiscais fortes esgrimem é que os riscos de pacotes muito grandes, embora não desprezáveis, perdem relevância ao lado dos riscos de incentivos muito pequenos. A própria Janet Yellen, atual secretária do Tesouro, reconhece os riscos de inflação mas salienta que atualmente o maior risco é não fazer o suficiente e deixar a economia com «cicatrices» a longo prazo.

Riscos inflacionistas: de quanto estamos a falar?

Para responder a esta pergunta, aplicamos o modelo da curva de Phillips (que relaciona a inflação de qualquer economia com seu *output gap*)⁸ e apresentamos um cenário no qual, com o novo pacote fiscal, o *gap* de produção passaria dos -3% de finais de 2020 (estimado pelo CBO) para +2% no final de 2021 e para +1% no final de 2022. Trata-se de um cenário razoável baseado nas projeções de Sheiner e Edelberg publicadas na Brookings⁹. Devido à elevada incerteza nas estimativas, apresentamos um cenário de risco (menos provável e mais extremo) no qual o estímulo se transfere mais para a procura agregada e o *gap* de produção alcançaria níveis de +5% no final de 2021¹⁰.

No segundo gráfico ilustramos a evolução da inflação (do índice de preços no consumidor, IPC) sob os dois cenários e comparamo-los com a previsão do BPI Research anterior à notícia do substancial pacote de 1,9 biliões de dóla-

6. Assim, por exemplo, um multiplicador de 0,5 significa que por cada dólar de despesa pública são produzidos 50 centavos de *output*.

7. Em parte, os pacotes fiscais são comparativamente maiores nos EUA porque a cobertura por desemprego é muito reduzida, enquanto o estado do bem-estar europeu já possui automaticamente um papel estabilizador.

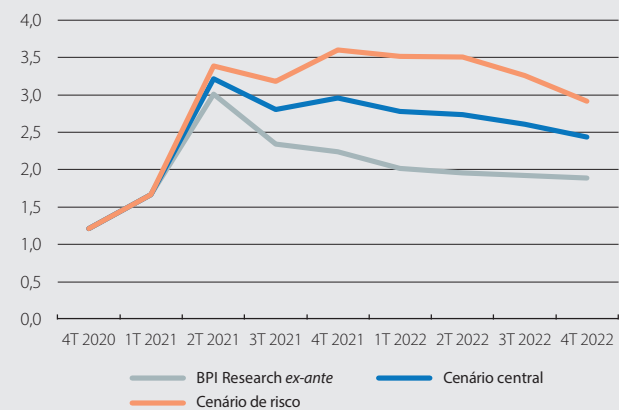
8. A fórmula da curva de Phillips utilizada é: $\pi_t = \rho\pi_t^e + (1 - \rho)\pi_{t-1} + \beta(y_t - y_n) + \varepsilon_t$ (onde π é a inflação do IPC, π^e são as expectativas de inflação a longo prazo, $y - y_n$ é o *output gap*, ρ e β são parâmetros e ε é um termo de erro). Permitimos que as expectativas de inflação sejam endógenas e estimamos o sistema com um modelo de regressão linear com erro de série cronológica. Os resultados são robustos ao ser utilizado o índice de preços PCE.

9. Edelberg, W. e Sheiner, L. (2021). «The macroeconomic implications of Biden's \$1.9 trillion fiscal package». Brookings.

10. Este é o cenário de Blanchard no seu artigo recente no PIIE (<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>).

EUA: cenários de inflação *

Variação homóloga (%)



Nota: * Inflação a partir do índice de preços no consumidor (IPC).

Fonte: BPI Research.

res. Nos três casos ocorre um aumento da inflação no 2T 2021 para níveis cerca dos 3% como consequência de efeitos de base¹¹. No entanto, enquanto no primeiro caso (BPI Research *ex-ante*), a subida da inflação é temporária e cai rapidamente para cerca dos 2%, nos dois cenários alternativos a inflação mantém-se significativamente acima dos 2% até finais de 2022¹².

Em particular, no cenário central a inflação do IPC situa-se em torno dos 2,7% durante boa parte de 2021 e 2022. Isto significa que a inflação do cabaz da despesa de consumo pessoal (*personal consumption expenditure* ou PCE), que é a preferida pela Fed, se situaria ligeiramente abaixo dos 2,5%. Esta trajetória de inflação não deverá comportar uma alteração no mapa de percurso da Fed, pois sob a sua nova estratégia a instituição monetária está disposta a tolerar temporariamente taxas de inflação moderadamente superiores à sua meta (de 2%)¹³.

Não obstante, no cenário de risco, onde a inflação do IPC se situaria acima dos 3% de forma mais persistente, a Fed poderia ter que antecipar a retirada do estímulo. Embora consideremos que se trata de um cenário menos provável, exemplifica a alteração do balanço de riscos para um cenário de maior inflação, propenso assim a turbulências no processo de ajustamento das cotações financeiras para um ambiente de maiores taxas de juro.

11. O índice de preços no 2T 2021 comparou-se-á com o índice de preços ocorrido durante a época de confinamentos mais severos (que resultaram em quedas importantes em várias componentes).

12. Historicamente, a inflação do PCE situa-se 3 décimas abaixo da inflação do IPC.

13. Para mais detalhes sobre a nova estratégia da Fed, ver o Focus «A nova estratégia da Fed» na IM10/2020.

Taxas de juro (%)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,54	-0,53	-1	0,7	-19,5
Euribor 12 meses	-0,48	-0,48	0	1,5	-31,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,63	-0,61	-2	8,3	-1,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,69	-0,66	-3	0,9	-5,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,29	-0,26	-3	27,7	16,6
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,34	0,42	-9	29,0	-36,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,23	0,32	-9	19,7	-66,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,20	0,19	1	-3,7	-123,5
Libor 12 meses	0,29	0,28	0	-5,5	-71,6
Dívida pública a 1 ano	0,06	0,07	-1	-4,8	-6,1
Dívida pública a 2 anos	0,16	0,13	3	3,9	-4,6
Dívida pública a 10 anos	1,74	1,40	34	82,7	115,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	51	1	4,6	-51,0
Itraxx Financeiro Sénior	60	63	-3	0,8	-63,5
Itraxx Financeiro Subordinado	108	118	-9	-2,8	-161,6

Taxas de câmbio

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,173	1,208	-2,9	-4,0	7,0
EUR/JPY (ienes por euro)	129,860	128,670	0,9	2,9	10,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,851	0,867	-1,8	-4,8	-4,0
USD/JPY (ienes por dólar)	110,720	106,570	3,9	7,2	3,3

Matérias-primas

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	506,7	486,5	4,1	14,2	38,9
Brent (\$/barril)	63,5	66,1	-3,9	22,7	156,8
Ouro (\$/onça)	1.707,7	1.734,0	-1,5	-10,0	7,3

Rendimento variável

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.972,9	3.811,2	4,2	5,8	60,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.919,2	3.636,4	7,8	10,3	46,2
Ibex 35 (Espanha)	8.580,0	8.225,0	4,3	6,3	30,4
PSI 20 (Portugal)	4.929,6	4.702,2	4,8	0,6	23,5
Nikkei 225 (Japão)	29.178,8	28.966,0	0,7	6,3	61,5
MSCI emergentes	1.316,4	1.339,3	-1,7	1,9	59,1

Abre-se uma lacuna transatlântica na economia mundial

A pandemia continuou a pesar sobre a economia global durante o primeiro trimestre do ano, quando têm sido mantidas restrições para reduzir o contágio da COVID-19 na maior parte dos grandes países do mundo. Apesar de uma maior resiliência das economias a estas restrições (especialmente do setor industrial), a recuperação da atividade ressentiu-se, sendo possível que tenha havido um certo retrocesso do PIB no 1T nalguns países. Este poderá ser o caso da Zona Euro, onde as restrições se mantiveram ao longo do primeiro trimestre do ano e, tendo em conta o aumento recente dos casos de COVID-19 em Itália, França e Alemanha, é provável que estas restrições continuem a afetar a atividade no início do 2T. Por outro lado, no Reino Unido e nos EUA a curva de casos manteve uma melhor trajetória no final de março e estavam a ser levantadas restrições em determinadas regiões e estados.

O processo de vacinação acelera, mas a várias velocidades.

Este processo foi relativamente lento na Europa até agora, onde problemas de fornecimento e distribuição provocaram frustração entre vários países, tendo-se chegado a apresentar a possibilidade de proibir exportações de vacinas para o Reino Unido. Não obstante, esperamos que o processo de vacinação europeia acelere durante o 2T à medida que os problemas de fornecimento e distribuição das vacinas comecem a ser resolvidos. Por exemplo, em França foi anunciada recentemente a abertura, nos próximos dias, de pelo menos 35 «vacínódromos» em todo o país, megacentros de vacinação que terão uma capacidade de 1.000 a 2.000 vacinas por dia. Por outro lado, no Reino Unido e nos EUA o processo de vacinação está já muito mais avançado, o que certamente permitirá, mais cedo, uma reabertura e uma recuperação das suas economias. Nos EUA, por exemplo, o presidente Joe Biden reafirmou a sua promessa inicial de vacinar 100 milhões de pessoas nos 100 primeiros dias da sua presidência, tendo mais recentemente prometido o acesso à vacina para todos os adultos a partir de 1 de maio.

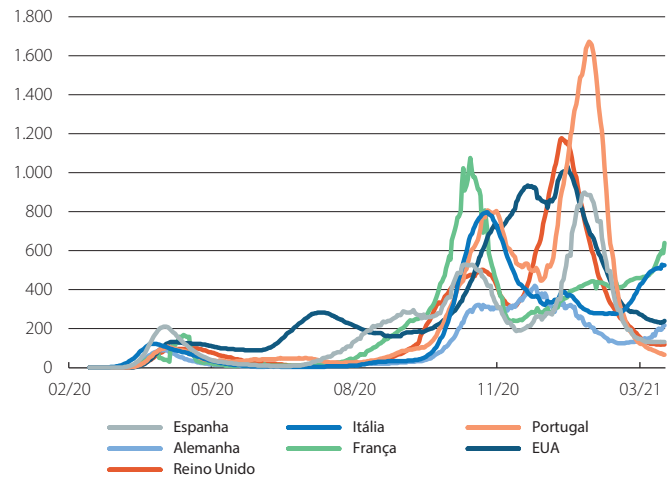
ECONOMIAS AVANÇADAS

As infeções travam o consumo e a reativação da Zona Euro.

De acordo com a última estimativa do Eurostat, a queda do PIB no 4T 2020 (-0,7% em cadeia) deveu-se essencialmente à fragilidade do consumo das famílias, que caiu 3% em cadeia enquanto as restantes componentes de procura registaram avanços moderados. Por trás desta fragilidade do consumo, acumula-se uma procura estagnada pela COVID-19 (estimamos que supera 3% do PIB), um fator que, nos próximos trimestres, poderá contribuir para acelerar a recuperação quando a pandemia permitir levantar várias restrições e melhorar a incerteza sobre a evolução da economia. Por enquanto, os indicadores sugerem um desempenho contido da atividade na Zona Euro no início do ano e, embora tendo melhorado em março (52,5 pontos, desde os 48,8 em fevereiro), o índice de sentimento

Avançados: novos casos de COVID-19

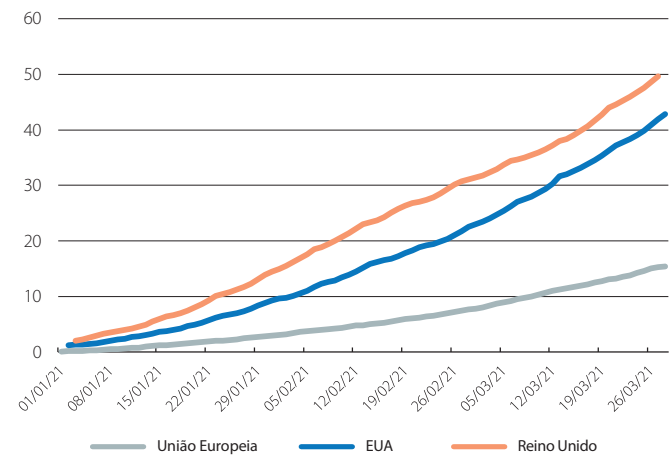
Casos por 100.000 habitantes acumulados em 14 dias



Fonte: BPI Research, a partir da Johns Hopkins CSSE, UN World Population Prospects.

Processo de vacinação contra a COVID-19 no mundo

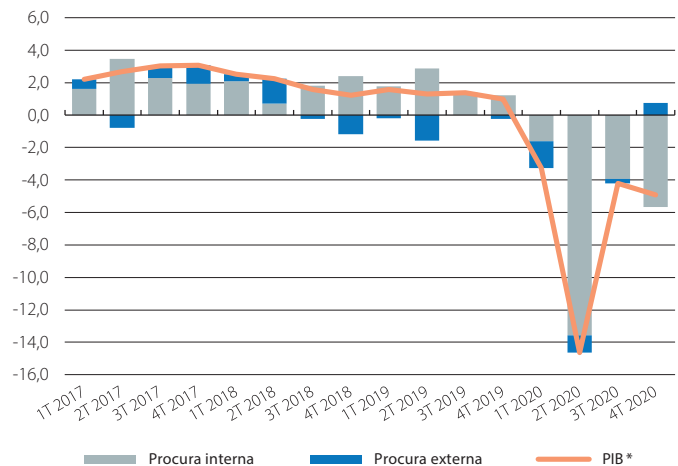
Vacinas administradas por cada 100 habitantes



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Our World in Data.

Zona Euro: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



Nota: *Variação homóloga (%).

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

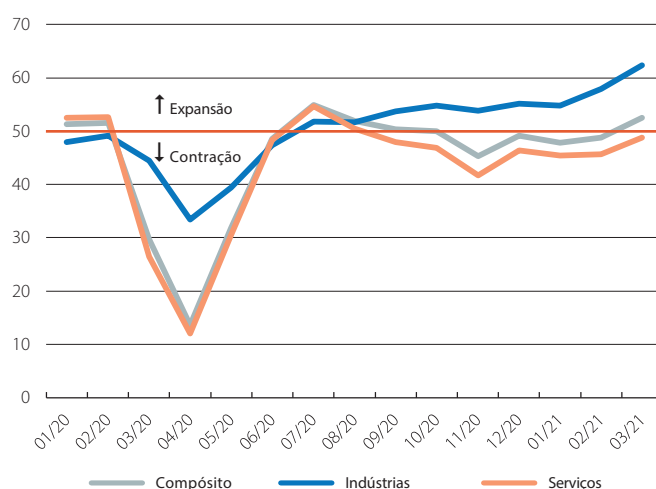
empresarial compósito (PMI) permanece perto do limite dos 50 pontos, que separa a zona de recessão da de expansão, condicionado pela componente serviços.

Os EUA sugerem um dinamismo claramente superior ao da Zona Euro e isto fica bem refletido no seu índice de sentimento empresarial compósito, que se situou em março nos 59,1 pontos, claramente acima do índice europeu e num nível que indica um forte aumento da atividade durante o 1T (apesar da tempestade que afetou o sul do país durante o mês de fevereiro). Uma das explicações para este maior dinamismo, para além da maior resiliência à pandemia da economia norte-americana, é a dimensão e a ambição das medidas de política fiscal da Administração do presidente Biden. No mês passado documentávamos na edição da *Informação Mensal* a aprovação do novo pacote de ajudas contra a COVID-19 (1,9 biliões de dólares e cheques de 1.400 dólares à maioria dos americanos), que se somava aos 0,9 biliões aprovados em dezembro. Entretanto, o Partido Democrata anunciou a vontade de legislar outro pacote fiscal, desta vez centrado em investimentos a médio prazo em infraestruturas e educação, o qual poderá andar à volta de 2 biliões de dólares. Com tudo isto, espera-se que a economia norte-americana recupere o seu nível anterior à crise neste mesmo ano de 2021, claramente antes da Zona Euro, o que ilustra a ambição das medidas de resgate nos EUA, a resiliência da sua economia e a maior velocidade de vacinação em comparação com a UE. Neste sentido, o plano de recuperação europeu NGEU, através do qual a UE concederá aos Estados-membros 750.000 milhões de euros em transferências e empréstimos, continua a ser crucial para evitar o aumento da lacuna económica transatlântica que se está a começar a vislumbrar. Espera-se que o NGEU seja ativado nos próximos meses, apesar do risco de uma menor agilidade das instituições europeias ter ficado patente no final de março, quando se soube que o Tribunal Constitucional da Alemanha suspendia temporariamente a ratificação do fundo de recuperação europeu, o que pressupõe um risco de atraso nas primeiras transferências do fundo, previstas para o verão.

Os mercados financeiros apostam também numa recuperação económica mais rápida nos EUA. Assim o reflete o aumento das taxas de juro da dívida americana, alimentado por investidores que preveem uma normalização mais rápida da economia americana. Além disso, continua o debate sobre a evolução futura da inflação nos EUA, que em fevereiro se situou em 1,7% (mais 3 décimas do que o registo de janeiro), em grande medida impulsionada pelo forte aumento do preço da gasolina. Por sua vez, a inflação subjacente situou-se em 1,3%. Para os próximos meses, espera-se que a inflação continue a acelerar como consequência dos efeitos de base relacionados com a pandemia (a inflação geral poderá situar-se temporariamente em cerca de 3%). Neste contexto, tudo indica que os possíveis riscos inflacionistas e de sobreaquecimento no país vão continuar presentes (ver o Focus «Novo pacote fiscal nos EUA: sobreaquecimento à vista?» nesta edição da *Informação Mensal*).

Zona Euro: índice PMI

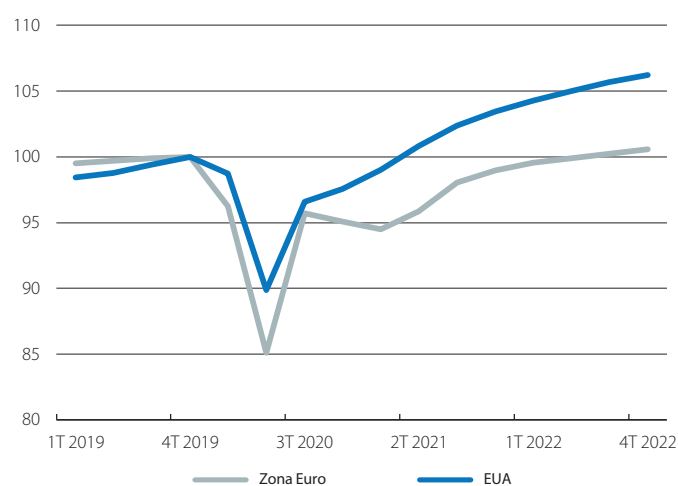
Nível



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

EUA e Zona Euro: PIB

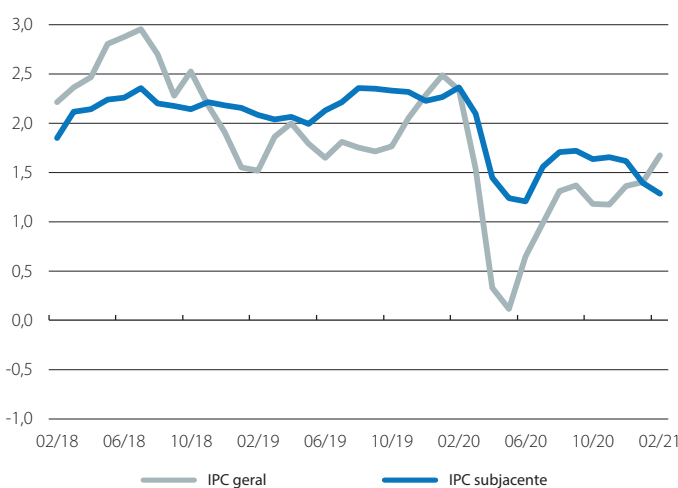
Índice (100 = 4T 2019)



Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias.

EUA: inflação

Variação homóloga (%)



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

Por sua vez, a Reserva Federal prevê um aumento transitório da inflação.

As últimas previsões apresentadas em março pelo banco central americano sugerem que o aumento da inflação seja temporário, com um pico em 2021 que se irá desfazendo gradualmente para deixar a inflação em torno da meta dos 2% nos próximos anos. A Fed aumentou também consideravelmente as suas previsões de crescimento económico ao integrar o impacto do novo pacote fiscal, e espera agora um crescimento do PIB homólogo no 4T 2021 de 6,5% (anteriormente de 4,2%) e que seja alcançada uma taxa de desemprego abaixo dos 4% em 2022 (nas previsões anteriores, não se esperava ultrapassar este nível antes de 2023). Embora esta melhoria do cenário económico tenha começado a criar expectativas de redução dos estímulos nos mercados financeiros, a Fed manteve a sua política monetária sem alterações, reafirmando que a sua atual prioridade é alcançar o objetivo de máximo emprego (lembrando que ainda falta muito terreno por recuperar neste aspeto), tendo reafirmado que, enquanto os dados não mostrarem o contrário, o risco de inflação persistente continuará em segundo plano.

ECONOMIAS EMERGENTES

A valorização do dólar coloca as condições financeiras emergentes em destaque.

Tal como é explicado na secção de mercados financeiros, a maior parte das moedas emergentes tem-se fragilizado face ao aumento das taxas de juro soberanas dos EUA e da robustez do dólar, embora a reação até agora tenha sido muito mais contida que durante o *taper tantrum* de 2013, quando as expectativas de normalização da política monetária norte-americana provocaram uma forte tensão das moedas dos países mais vulneráveis. Por outro lado, na Turquia a lira caiu após a destituição do governador do banco central que ocorreu poucos dias depois das taxas de juro terem aumentado 200 p. b. para 19%. Esta ação por parte do presidente Erdogan evidencia o risco de um contínuo intervencionismo político no país, sendo provável que as condições financeiras externas continuem tensas. Em qualquer caso, não parece até agora que este episódio tenha tido muito impacto nas moedas dos restantes países emergentes, cuja recente desvalorização face ao dólar foi contida, em grande parte, devido à robustez dos EUA.

A COVID-19 afeta as economias emergentes de várias formas.

Em março, os casos de COVID-19 desceram no México e na Rússia, mas aumentaram na Índia e no Brasil onde a situação é mais alarmante. Assim, o número de casos no Brasil alcançou os 485 por 100.000 habitantes (acumulados em 14 dias), uma situação complicada pelo aumento da polarização política no país. Por seu turno, a China acordou da festa do Ano Novo lunar com um aumento temporário da atividade. No combinado de janeiro-fevereiro, a sua produção industrial avançou 35,1% homólogo e as vendas a retalho 33,8%. Embora se trate de uma subida que não nos deva surpreender, pois nos dois primeiros meses de 2020 a China tinha fechado boa parte do país para conter o vírus, ambos os avanços se situaram acima do esperado.

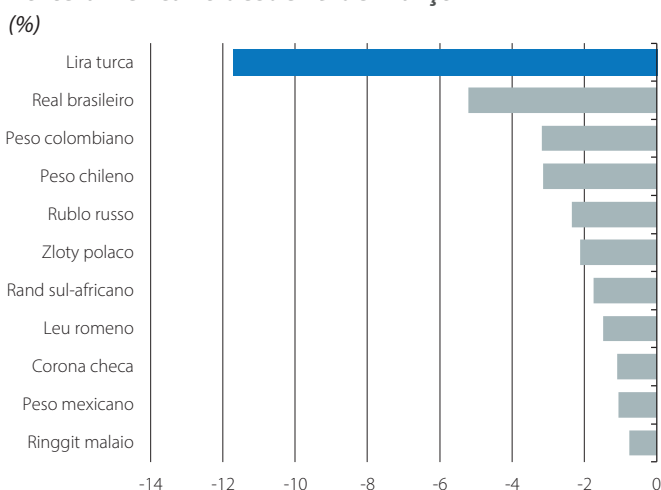
EUA: previsões macroeconómicas da Fed

	2021	2022	2023	Longo prazo
Crescimento do PIB	6,5 (4,2)	3,3 (3,2)	2,2 (2,4)	1,8 (1,8)
Taxa de desemprego	4,5 (5,0)	3,9 (4,2)	3,5 (3,7)	4,0 (4,1)
Inflação geral	2,4 (1,8)	2,0 (1,9)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)
Taxa de juro	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	2,5 (2,5)

Notas: Entre parênteses, previsões em dezembro de 2020. O PIB e a inflação expressam-se em variação homóloga face ao 4T. A inflação corresponde ao PCE. A taxa de desemprego corresponde à média do 4T.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

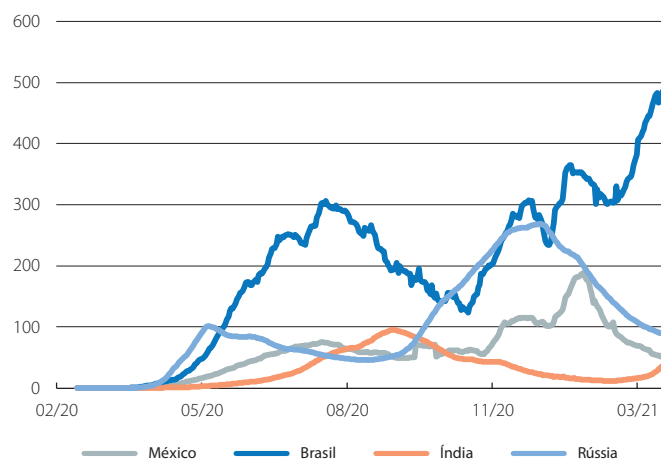
Moedas emergentes: câmbio face ao dólar norte-americano desde 19 de março



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

Países emergentes: novos casos de COVID-19

Casos por 100.000 habitantes acumulados em 14 dias



Nota: Dados disponíveis até 24 de março de 2021.

Fonte: BPI Research, a partir da Johns Hopkins CSSE, UN World Population Prospects.

Os fatores que estão por detrás do aumento da inflação na Zona Euro

- A inflação subiu fortemente no início de 2021, mas a maior parte dos fatores que a impulsionaram são técnicos e temporários e não deverão condicionar a atuação do BCE.
- No entanto, existem alguns riscos que poderão conduzir a uma maior persistência nas pressões inflacionárias, como estrangulamentos nalgumas indústrias e na procura estagnada.

Em janeiro, a inflação homóloga da Zona Euro sofreu o seu maior aumento desde 1997, de +1,2 p.p., face aos dados do mês anterior. A subida não se deveu a preços habitualmente irregulares: a inflação subjacente, que exclui os preços mais voláteis, aumentou também fortemente tendo-se situado em 1,4%, um máximo que não era observado desde 2015. No entanto, e apesar de ser provável que nalguns momentos de 2021 observemos uma inflação geral acima dos 2%, este impulso deve-se sobretudo a fatores técnicos e temporários que em 2022 se terão desvanecido.

Os fatores que impulsionaram a inflação...

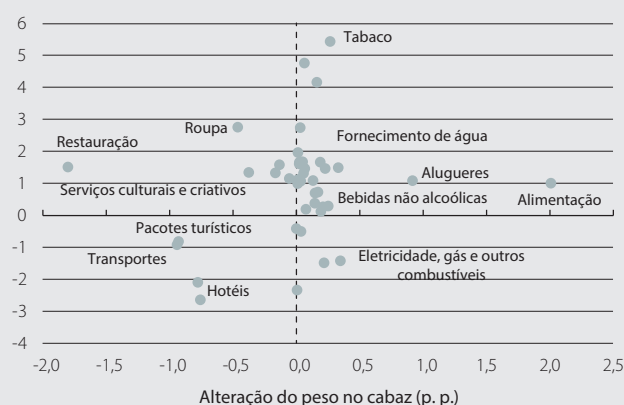
Um elemento fundamental para explicar o aumento da inflação no início do ano é a alteração nos pesos do cabaz de consumo. Todos os anos o Eurostat atribui um peso a cada componente do cabaz em função dos produtos e serviços consumidos durante o ano anterior. Assim, com a peculiaridade que caracterizou 2020, os pesos de várias componentes registaram variações importantes. Por exemplo, em 2021 o peso conjunto das componentes de transporte, restauração e pacotes turísticos caiu mais de 5 p.p., enquanto o conjunto da alimentação e dos alugueres subiu quase 4 p.p. O impacto destas alterações é significativo: se os pesos não tivessem variado, a inflação de janeiro teria sido 3 décimas inferior, ou seja, a alteração de pesos do cabaz explicaria os 25% do aumento da inflação.

Outro fator que impulsionou de forma ascendente a inflação foi o aumento do IVA na Alemanha. Após a eclosão da COVID-19, vários estados da Zona Euro, entre eles a Alemanha, desceram temporariamente o IVA como parte do seu estímulo fiscal, tendo esta decisão provocado a descida da inflação a partir de meados de 2020. No passado mês de janeiro, com o regresso do IVA aos níveis anteriores à pandemia, a taxa homóloga da inflação desfez o movimento observado na segunda metade de 2020, tendo sido o seu impacto significativo. Estima-se que isto explique cerca de 0,4 p.p. da subida da inflação geral da Zona Euro, em janeiro¹. No entanto, este fator ainda não normalizou pois em meados de 2021 aparecerão os efeitos de base resultantes da descida do IVA do ano passado. Assim, durante a segunda metade do ano, o efeito do IVA

1. Ver BCE (2021). «Economic Bulletin. Issue 1.»

Componentes do cabaz IHPC da Zona Euro: alteração de peso e inflação homóloga

Variação homóloga do preço (%)

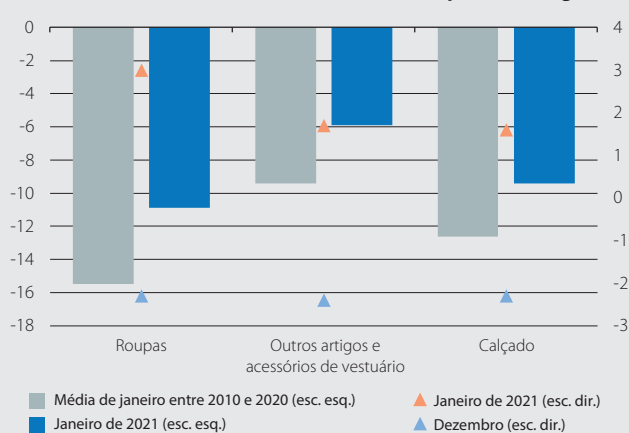


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Preço dos componentes de roupa e calçado

Variação mensal (%)

Variação homóloga (%)



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

poderá voltar a impulsionar a inflação ligeiramente para cima até ao próximo mês de janeiro, quando este fator finalmente desaparecer.

Um terceiro elemento que impulsionou o aumento da inflação foi o atraso e/ou o cancelamento dos saldos nalguns países europeus. Assim, num mês de janeiro onde normalmente os preços da roupa e do calçado costumam cair significativamente, desta vez foram observadas descidas mais contidas que o habitual. Como é possível observar no segundo gráfico, a menor descida em termos de variação mensal provocou um forte aumento da inflação destes produtos em termos homólogos. Este é um fator

que já desapareceu desde fevereiro e que não deverá exercer pressões de subida da inflação nos próximos meses. Pelo contrário em janeiro de 2022, é provável que faça diminuir a inflação. Serão então comparados produtos, com os saldos habituais em 2022, com produtos de 2021 cujo preço tinha descido menos.

O último impulso à inflação foi dado pela componente energia, que está a deixar de contribuir negativamente. A montanha-russa que o petróleo tem vivido desde o início da pandemia levou esta componente a uma inflação homóloga média de -6,8% em 2020. Entre janeiro e fevereiro de 2021 esta taxa já tinha aumentado ligeiramente para -3%, sendo que a nossa estimativa para a totalidade de 2021 será de +8,6%. Aliás, o crescimento homólogo dos preços da energia poderá alcançar picos pontuais próximos aos 13% (lembramos que o preço do petróleo de Brent, que agora se encontra acima dos 60 dólares, flutuou cerca dos 30 dólares entre os meses de abril e de maio de 2020).

Este impacto do preço do petróleo, somado ao reaparecimento do efeito base do IVA a meio do ano, faz com que seja muito provável ter uma inflação geral de cerca de 2,5% no segundo semestre de 2021. Embora isto seja algo que não acontece de forma sustentada desde 2012, não deverá condicionar a ação do BCE dado que estes fatores que irão exercer uma pressão ascendente na inflação são técnicos e transitórios e vão desaparecer mecanicamente.

... e os que poderão ter protagonismo futuramente

No entanto, nos próximos meses poderão aparecer outros elementos que pressionem a inflação de forma ascendente. Entre eles, destacam-se os estrangulamentos em certos segmentos da oferta. De facto, os inquéritos de sentimento económico assinalam que estão a ocorrer atrasos no envio de mercadorias e que existem bolsas de escassez de materiais intermédios, o que gera custos adicionais de produção que se poderão traduzir num aumento da inflação nos próximos meses. Além disso, o efeito inflacionário destes estrangulamentos poderá ser reforçado pelo relançamento da procura estagnada de uma parte importante da população, que acumulou poupanças ao ver o seu consumo bloqueado pelas restrições à mobilidade e à atividade. Embora estas pressões possam acrescentar um ligeiro atrito às reuniões do BCE, não deverão condicionar a sua atuação, pois a sua natureza é também transitória e deverão desaparecer com a normalização gradual da oferta e da procura.

Contudo, existe mais um elemento que poderá adicionar incerteza e volatilidade: a própria disponibilidade de dados. Quando não é possível reunir o preço de alguma componente (como é o caso, visto que alguns produtos ou serviços não podem ser comercializados), os institutos nacionais de estatística definem o preço que estimam que

Zona Euro: preços da produção industrial e inflação subjacente



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

o produto ou serviço em questão deverá ter. Em janeiro e fevereiro, a percentagem do cabaz que foi imputada é de 13% (18% no caso do cabaz de inflação subjacente). Assim, no momento em que for possível no futuro compilar o preço destes produtos, existe o risco de se verificarem variações importantes nos preços.

Quando tiver passado a tempestade da pandemia e a recuperação estiver em andamento, todos estes elementos terão desaparecido, sendo muito provável que a inflação permaneça em níveis contidos. Entre os anos 2015 e 2019 a literatura económica consumiu muita tinta a entender por que não são observadas maiores taxas de inflação de acordo com o ritmo de crescimento económico. Destacaram-se alguns elementos estruturais que explicavam este fenómeno (por exemplo, a globalização ou uma menor transferência da tensão do mercado de trabalho para os salários e preços). Por enquanto, o BCE considera que estes elementos prevalecerão a médio e longo prazo, mas o debate está na mesa. Tal como podemos ver num artigo do Dossier desta mesma edição da *Informação Mensal*², existem argumentos para pensar o contrário.

2. Ver o artigo «À espera da inflação» no Dossier desta edição da *Informação Mensal*.

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

ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Atividade									
PIB real	2,2	-3,5	0,3	-9,0	-2,8	-2,4	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,0	1,9	3,0	-5,0	5,1	4,6	2,0	9,6	6,1
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	127,3	90,0	93,1	93,8	87,1	88,9	91,3
Produção industrial	0,9	-6,7	-1,9	-14,2	-6,3	-4,3	-3,5	-2,0	-4,2
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	50,4	45,7	55,0	59,0	60,5	58,7	60,8
Habitacões iniciadas (milhares)	1.295	1.395	1.484	1.079	1.432	1.584	1.670	1.584	1.421
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	222	224	229	239	242	245	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	3,8	13,1	8,8	6,8	6,7	6,3	6,2
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	60,7	52,9	56,1	57,4	57,4	57,5	57,6
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-3,3	-2,6	-2,7	-2,9	-3,3	-3,3	-4,5	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	2,1	0,4	1,2	1,2	1,4	1,4	1,7
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	2,2	1,3	1,7	1,6	1,6	1,4	1,3

JAPÃO

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Atividade									
PIB real	0,3	-4,9	-2,1	-10,3	-5,8	-1,3	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	36,0	24,7	30,5	33,0	31,8	29,6	33,8
Produção industrial	-2,7	-10,3	-4,3	-20,5	-12,6	-3,5	-4,2	-2,0	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-8,0	-34,0	-27,0	-10,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	2,4	2,7	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,2
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,5	0,1	0,2	-0,8	-1,2	-0,6	-0,4
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,7	0,3	0,1	-0,3	-0,4	0,1	0,2

CHINA

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Atividade									
PIB real	6,0	2,3	-6,8	3,2	4,9	6,5	-	-	...
Vendas a retalho	8,1	-2,9	-18,2	-4,0	0,9	4,6	4,6	...	33,8
Produção industrial	5,8	3,4	-7,3	4,4	5,8	7,1	7,3	...	35,1
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	45,9	50,8	51,2	51,8	51,9	51,3	50,6
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	535	361	411	450	535	535	...	...
Exportações	0,5	3,6	-13,6	-0,2	8,4	16,7	18,1	...	483,3
Importações	-2,7	-1,1	-3,1	-9,9	2,9	5,0	6,5	...	156,6
Preços									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	5,0	2,7	2,3	0,1	0,2	-0,3	-0,2
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,9	6,9	7,0	7,1	6,9	6,6	6,5	6,5	6,5

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Vendas a retalho (variação homóloga)	2,4	-1,1	-1,1	-6,8	2,3	1,1	0,9	-6,4	...
Produção industrial (variação homóloga)	-1,3	-8,7	-5,9	-20,2	-7,0	-1,5	-0,2	0,1	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-8,6	-18,5	-14,4	-15,6	-13,8	-15,5	-14,8
Sentimento económico	103,7	88,3	100,8	72,2	88,6	91,4	92,4	91,5	93,4
PMI indústrias	47,4	48,6	47,2	40,1	52,4	54,6	55,2	54,8	57,9
PMI serviços	52,7	42,5	43,8	30,3	51,1	45,0	46,4	45,4	45,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,2	-1,6	0,4	-2,9	-2,1	-1,9	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,6	7,9	7,3	7,6	8,6	8,2	8,1	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	4,2	3,6	4,2	4,5	4,6	4,6	...	...
França (% pop. ativa)	8,5	8,0	7,7	7,1	9,1	8,1	7,8	...	...
Itália (% pop. ativa)	9,9	9,1	9,2	8,5	9,6	9,1	9,0	...	...
PIB real (variação homóloga)	1,3	-6,8	-3,3	-14,6	-4,2	-4,9	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	0,6	-5,3	-2,2	-11,3	-4,0	-3,6	-	-	-
França (variação homóloga)	1,5	-8,2	-5,6	-18,6	-3,7	-4,9	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,3	-8,9	-5,8	-18,2	-5,2	-6,6	-	-	-

Preços

Porcentagem 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 geral	1,2	0,3	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3	0,9	0,9
Inflação subjacente	1,0	0,7	1,1	0,9	0,6	0,2	0,2	1,4	1,1

Setor externo

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Balança corrente	2,4	2,4	2,1	2,3	2,1	2,4	2,4	2,6	...
Alemanha	7,5	7,0	7,3	6,8	6,8	7,0	7,0	7,0	...
França	-0,7	-2,3	-0,8	-1,4	-1,8	-2,3	-2,3	-2,2	...
Itália	3,0	3,6	3,2	3,0	3,5	3,6	3,6	3,7	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	92,4	93,9	91,2	93,4	95,6	95,7	96,1	96,3	95,8

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	12/20	01/21	02/21
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,8	6,3	3,9	7,1	7,1	7,0	7,1	6,9	7,1
Crédito às famílias ^{2,3}	3,4	3,2	3,6	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0	3,0
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Depósitos									
Depósitos à vista	8,0	12,9	9,3	12,9	14,1	15,2	16,3	17,1	17,0
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	-0,2	0,3	1,0	1,4	1,7	1,1	1,0
Instrumentos negociáveis	-1,9	10,0	3,8	7,1	10,9	18,3	25,0	18,5	14,2
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 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.

Resiliência e resposta positiva à saída do confinamento

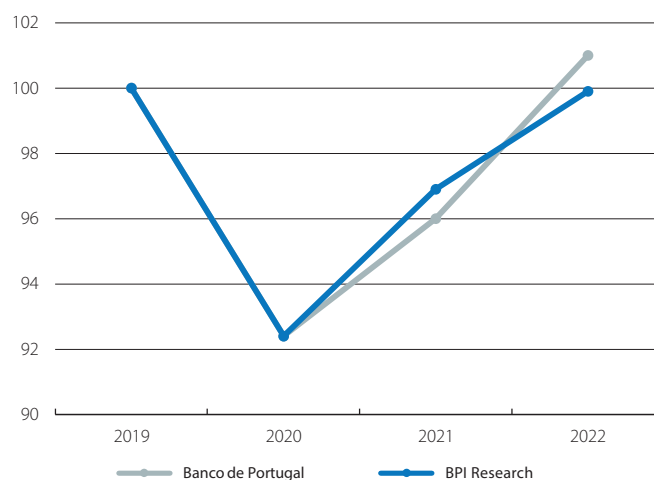
A economia portuguesa mostra-se resiliente apesar do confinamento mais restrito que marcou o início do ano. Assim o regista, em março, a melhoria do sentimento que os últimos indicadores mostram. Especificamente, num mês de levantamento gradual das restrições, o indicador de clima económico do INE aumentou para -0,7% em março, o nível mais alto desde julho de 2020, embora a média do trimestre (-1,1%) tenha sido prejudicada pelas dificuldades de janeiro e de fevereiro. Em março, a melhoria do sentimento foi generalizada entre os setores de atividade (exceção feita à construção) e entre as famílias (o índice de confiança dos consumidores melhorou para -20,2 pontos em março). Esta melhoria do clima económico ocorre após o mês de fevereiro, afetado por restrições mais severas sobre a atividade e no qual a produção industrial caiu 2,4% homólogo (-6,2% em janeiro) e as vendas a retalho caíram 14,5% homólogo (-10,7% em janeiro), embora as compras online tenham permitido atenuar a descida do consumo total (mantiveram um ritmo de crescimento superior a 20%). Deste modo, no conjunto do trimestre a recuperação económica foi travada pela pandemia, mas os indicadores destacam uma resiliência da atividade que levou o Banco de Portugal a manter as suas previsões macroeconómicas para 2021 (+3,9%) e, a rever em alta as previsões de 2022 (5,7%, mais 7 décimas que a sua previsão de dezembro). Nos próximos trimestres, o consumo e as exportações perfilam-se como as componentes que mais contribuirão para a recuperação, embora o investimento também seja importante, favorecido pelos fundos da UE. Contudo, o grau de incerteza continua a ser muito elevado e a velocidade da recuperação dependerá, em grande medida, da capacidade de aceleração do ritmo de vacinação contra a COVID-19. No final de março pouco mais de 10% da população estava vacinada pelo menos com uma dose, mas as autoridades preveem acelerar das 30.000 vacinas por dia até às 100.000-120.000 em abril.

O emprego voltou a acentuar a queda no primeiro mês do ano. Em janeiro, mês marcado por um confinamento geral, a população empregada diminuiu pelo segundo mês consecutivo (-79.000 pessoas, dados ajustados de sazonalidade), enquanto a taxa de desemprego aumentou para 7,2% (6,8% em dezembro). Da mesma forma, o desemprego registado aumentou em mais de 29.500 pessoas desde o início do ano até fevereiro, o que situou este indicador no nível mais elevado desde meados de 2017. Espera-se que os efeitos da pandemia se sintam de forma mais expressiva na segunda metade do ano, com o fim das medidas de apoio ao emprego.

Ao contrário das recessões anteriores, Portugal manteve a capacidade de financiamento face ao exterior em 2020 (+0,1% do PIB, menos 9 décimas que em 2019). Destaque para o aumento da capacidade de financiamento das famílias para 5,9% do PIB (+4,4 p. p.), reflexo do aumento da sua taxa de poupança para 12,8% (+5,7 p. p.) forçada pelas restrições impostas pelo confinamento no consumo, bem como pelas precauções num ambiente de incerteza. Assim, esta poupança acumulada

Portugal: previsões para o PIB real

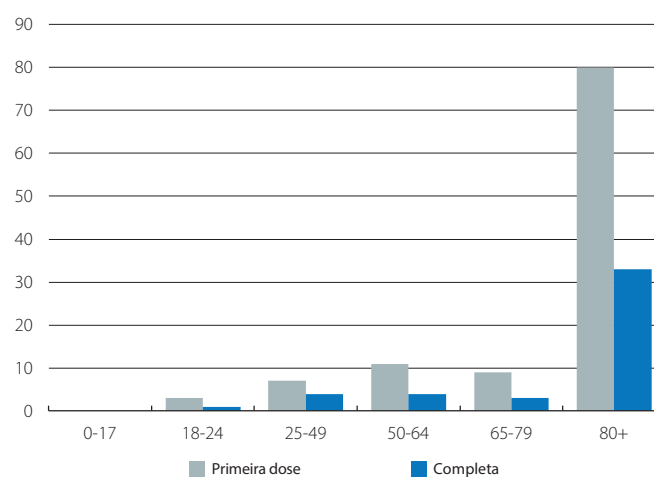
Nível (100 = 2019)



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

Portugal: vacinas administradas por grupos de idade

(% da população do grupo)

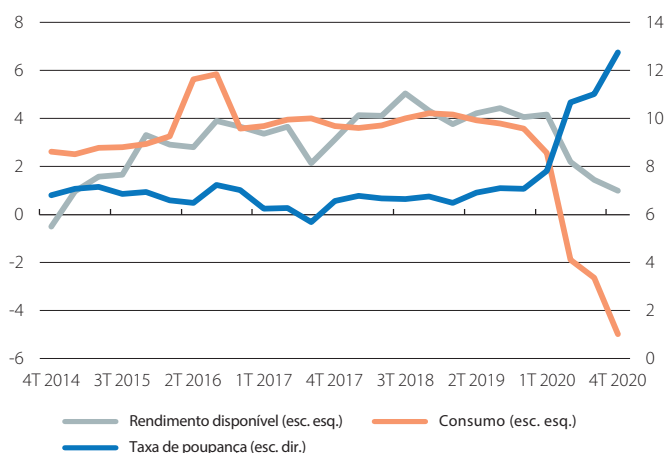


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Direção-Geral da Saúde.

Portugal: poupança, consumo e rendimento disponível das famílias

Variação homóloga (%)

Rendimento disponível (%)



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

poderá oferecer liquidez às famílias para enfrentarem um futuro aumento das despesas, como o que pode ocorrer, por exemplo, com o fim das moratórias de crédito a partir de abril de 2021.

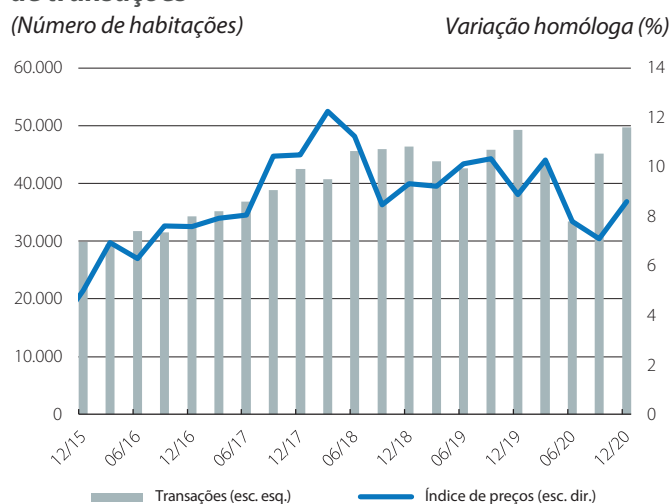
O setor imobiliário residencial mostra uma grande resiliência.

No 4T 2020, os preços das casas mantiveram a tendência ascendente (+8,6% homólogo e +2,1% em cadeia) e aumentou o número de transações: 49.734 habitações, +1% homólogo e 10,2% em cadeia. No conjunto do ano, o crescimento dos preços desacelerou moderadamente para 8,4% (-1,2 p. p. que em 2019), tendo o número de casas transacionadas registado uma queda de 5,3%. Contudo, as dinâmicas do mercado imobiliário costumam reagir à fragilidade do PIB desfasamento, pelo que é provável que em 2021 a tendência de desaceleração do setor seja um pouco mais acentuada. Além disso, ao confirmar-se o fim das moratórias privadas em abril (que em fevereiro alcançavam cerca de 17% do crédito à habitação) e das moratórias públicas em setembro, isto implicará despesas financeiras adicionais às famílias, condicionando as suas decisões de compra de habitação.

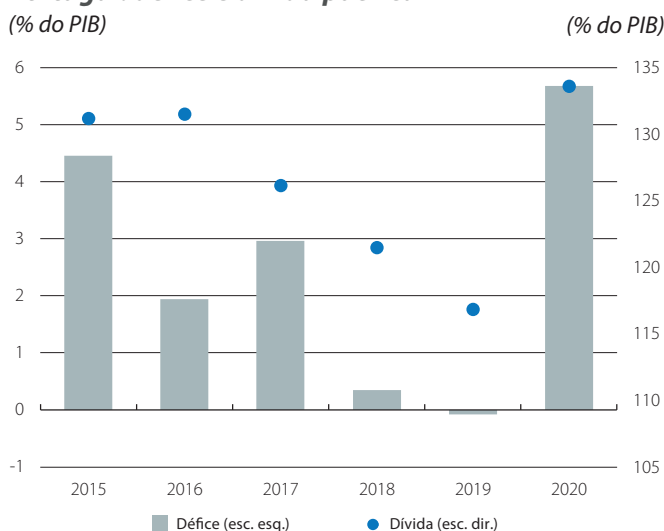
A pandemia trouxe de novo défice às contas do Estado. O saldo das Administrações Públicas situou-se em -5,7% do PIB em 2020, uma deterioração ligeiramente menos severa que o esperado pelos analistas e pelo Governo português. O melhor desempenho deveu-se a uma maior captação de receitas (+2.123 milhões de euros), especificamente de impostos sobre o rendimento e sobre o património e a uma menor execução de despesas (-801 milhões euros). As medidas de apoio no contexto COVID, no que se refere a investimentos e despesas, alcançaram 2,3% do PIB. Por seu lado, o rácio de dívida pública alcançou os 133,6% do PIB, +16,8 p. p. em comparação com 2019, tendo superado os 270.000 milhões de euros em 2020. Em 2021, e apesar da previsível recuperação económica, a despesa pública continuará pressionada pelas medidas extraordinárias de apoio no contexto COVID, razão pela qual é de esperar que o défice continue significativo.

Trajetória descendente das moratórias de empréstimos desde o máximo registado em setembro. O montante da carteira de crédito em moratórias alcançou em fevereiro os 45.577 milhões de euros, o que representa uma ligeira diminuição face ao mês anterior (-100 milhões de euros). As moratórias representavam, nesse mês, 15,8% da carteira de crédito dos particulares e 33,3% das sociedades não financeiras. No setor do alojamento e restauração, o peso das moratórias na carteira de crédito alcançou os 58,6%. Apesar da situação pandémica, o rácio de empréstimos de cobrança duvidosa do setor privado não financeiro diminuiu para 5,8% no final de 2020 (7,0% em 2019). Por sua vez, os novos empréstimos do setor privado não financeiro caíram 4,8% homólogo em fevereiro, entre os quais se destacaram, pelo lado positivo, o crédito à habitação (+11,1% homólogo), e, pelo lado negativo, o crédito ao consumo (-39,7% homólogo). No caso das empresas, a queda foi muito ténue (-0,2%).

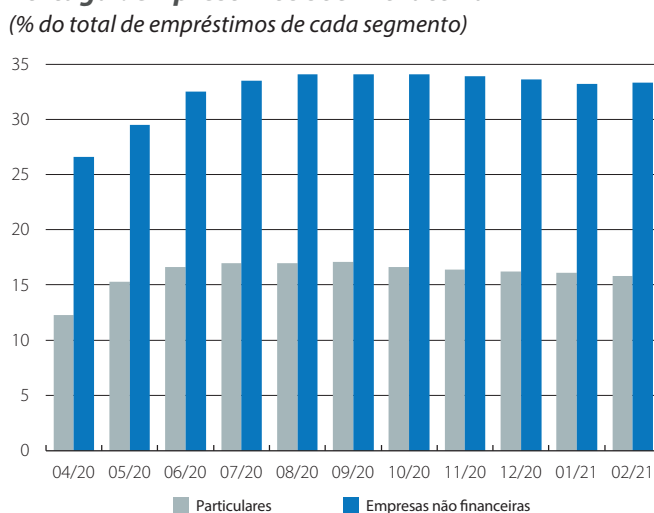
Portugal: preço da habitação e número de transações



Portugal: défice e dívida pública



Portugal: empréstimos sob moratória*



Portugal: quem tem medo da pandemia?

- Esta crise pandémica contribuiu para uma redução expressiva do emprego, mas inferior ao que sugeria a histórica contração económica.
- Ainda assim, os mais vulneráveis foram novamente os mais atingidos no mercado de trabalho.

A COVID-19 está na origem de uma crise económica muito grave. Como nas anteriores crises económicas, existe o risco de que esta agrave as disparidades pré-existentes. Nesse sentido, a avaliação do impacto desta crise no mercado de trabalho é fundamental.

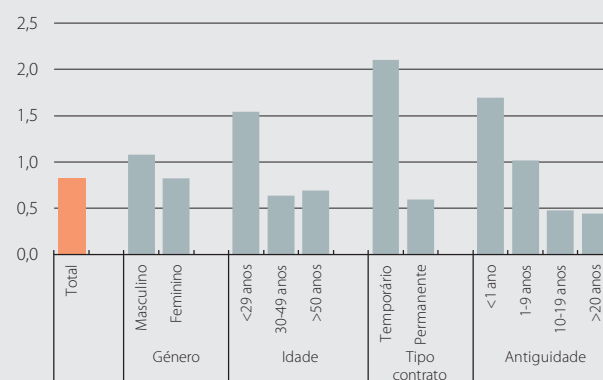
Em momentos de crise, quando a atividade económica colapsa, isso tem um impacto negativo no mercado de trabalho. Em Portugal, o ajustamento no emprego tem sido historicamente feito através de uma significativa destruição de postos de trabalho; por exemplo, na crise das dívidas soberanas, o PIB contraiu 2,2% em média, enquanto o emprego caiu 3,3%. Mas, na crise atual, a sensibilidade do emprego à variação do PIB foi muito menor: a queda do PIB (-7,6%) foi acompanhada por uma descida muito menor do emprego (-2,0%)¹. Por outras palavras, por cada ponto percentual de queda da atividade, o emprego caiu 0,26 pontos em 2020 (ou seja, cerca de 13.000 postos de trabalho). Este resultado não só se deve às particularidades desta crise, com origem sanitária e não económica, mas também a uma resposta muito diferente por parte das autoridades, especialmente através das medidas de apoio ao emprego, como o *layoff* simplificado².

Por outro lado, a reação mais favorável do emprego nesta crise esconde diferenças entre sectores económicos, grupos etários, tipo de contratos, antiguidade na empresa, níveis de escolaridade ou tipo de profissão. O que aconteceu aos grupos mais vulneráveis? Esta crise afetou-os mais do que aos outros?

Tipicamente, a sensibilidade do emprego face à atividade económica é maior no caso dos jovens, dos indivíduos com contratos temporários³ e dos indivíduos com menor antiguidade nas empresas. Em particular, como mostra o primeiro gráfico, nestes três grupos a reação do emprego à atividade económica é significativa, inclusivamente em maior medida: nos indivíduos com menos de 29 anos, com contratos temporários e antiguidade inferior a um ano, o emprego reagiu historicamente em 1,5, 2,1 e 1,7 pontos, respetivamente, por cada variação percentual do PIB.

O que aconteceu nesta crise? Como é possível ver pelo segundo gráfico, em termos relativos, a queda do em-

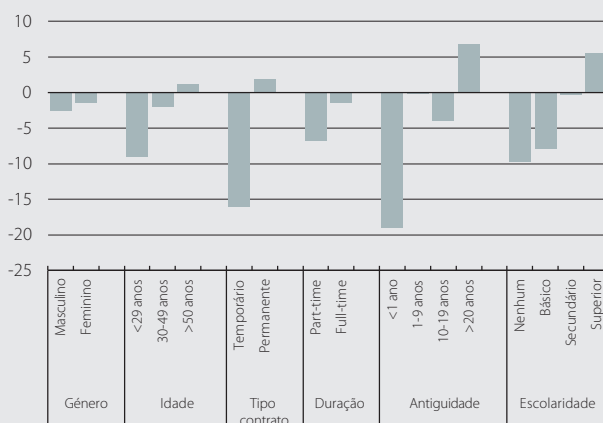
Portugal: relação entre o crescimento do emprego relativamente ao PIB, por tipologia*
Variação em p.p. em resposta a 1 p.p. adicional de crescimento do PIB



Nota: *Estimação feita para o período entre 1999 e 2019.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Eurostat.

Portugal: variação do emprego em 2020 face a 2019

Taxa de variação anual (%)



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

prego foi mais expressiva nos jovens, homens, com contratos temporários e com menor antiguidade na empresa⁴. Ao mesmo tempo, o emprego caiu em todos os níveis de escolaridade, exceto no grupo de indivíduos com o ensino superior completo, em parte possivelmente associado a profissões com maior potencial de teletra-

1. Os dados do emprego incluem os indivíduos em regimes de *layoff*.
2. Para mais informações, ver focus «O mercado de trabalho português em tempos de pandemia», no IM09/2020.
3. Inclui contratos a prazo e prestação de serviços.

4. No caso dos contratos temporários, a redução de 137.000 postos de trabalho contrasta com o aumento de 62.300 de contratos permanentes. A redução do emprego temporário foi especialmente relevante no sector dos serviços (-90.000).

balho⁵. De facto, se analisarmos a desagregação da população empregada por tipo de profissão⁶, verifica-se que houve um aumento apenas no grupo dos Especialistas das atividades intelectuais e científicas⁷.

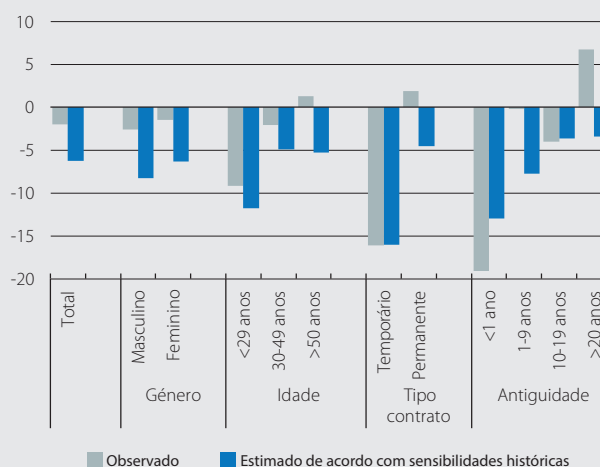
Em termos sectoriais, e como seria de esperar, registou-se maior destruição de postos de trabalho nos sectores mais afetados pela pandemia e pelas medidas de distanciamento social, ou seja, comércio, alojamento & restauração e atividades administrativas & serviços de apoio. Estes são também os sectores com maior prevalência de salários baixos e de trabalhadores com piores qualificações⁸. Por outro lado, houve sectores onde se verificou o oposto, como as atividades de informação e de comunicação e as atividades de consultoria, científicas, técnicas & similares, sectores onde a capacidade de teletrabalho é maior e onde o impacto da pandemia foi menor.

Estes dados apontam para um desigual impacto da COVID-19 no mercado de trabalho. Ainda assim, o impacto da pandemia nos grupos populacionais mais afetados poderia ter sido pior se não fosse a implementação das medidas de apoio ao emprego. Como se pode ver no terceiro gráfico, se aplicarmos a sensibilidade histórica do emprego à atividade económica, poderíamos ter assistido a uma queda do emprego superior a 6% (ou seja, uma destruição de mais de 307.000 postos de trabalho em vez dos 99.000 observados) e a queda do emprego jovem poderia ter atingido os 12%. Por outro lado, o ajustamento do emprego no caso dos contratos temporários foi em linha com o histórico e o emprego dos indivíduos com menor antiguidade foi superior ao que sugeria a relação histórica entre emprego e PIB, um sinal de que estes foram particularmente afetados com esta crise pandémica.

Num artigo recente, concluímos que as medidas de política económica e social permitiram atenuar o efeito da pandemia no rendimento disponível das famílias⁹. Neste artigo, a mensagem é semelhante: os efeitos da pandemia foram desiguais e afetaram os mais vulneráveis, mas, ainda assim, no geral, o impacto foi menor do que a queda da atividade poderia implicar no emprego. Os sistemas de proteção atuais, mais favoráveis, e a forma como as autoridades se comportaram desta vez face a choques negativos ou crises anteriores poderão ter limitado o agravamento das desigualdades. Apesar disso, não

Portugal: queda do emprego por tipologia de acordo com a sensibilidade histórica face ao PIB

Taxa de variação anual (%)



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

podemos descartar que a COVID-19, tal como outras crises, irá agravar os níveis de pobreza e desigualdade de rendimento em Portugal. Evitar isso será um desafio fundamental para a recuperação.

5. Estima-se que apenas 8% dos indivíduos com nível de escolaridade até ao 3º ciclo ficaram em teletrabalho em março 2020. Ver Peralta, S., Carvalho, B. P. e Esteves, M.. (2020) «Portugal, Balanço Social 2020».

6. De acordo com a Classificação Portuguesa das Profissões.

7. Inclui, por exemplo, matemáticos, médicos, professores, contabilistas e advogados.

8. Ver fonte da nota de rodapé 5.

9. Para mais informações, ver focus «Rendimento disponível em Portugal: comportamento benigno numa crise histórica», no IM02/2021.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	01/21	02/21	03/21
Índice coincidente para a atividade	1,1	-5,2	-6,1	-6,4	-5,1	...	-4,4	-3,8	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-7,0	-23,5	-0,7	-2,5	...	-6,3	-2,4	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-24,8	-19,1	-14,5	-13,9	-14,7	-14,1	-12,9
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	5,9	-0,7	-0,8	-0,6	-0,7	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	...	-21,6	-1,5	...	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	10,4	8,3	9,0	6,9	6,0	...	6,1	5,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-75,7	-29,7	-57,6	-75,7	...	-79,9	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-36,9	-37,2	-18,0	-20,4	-18,3	-21,3	-21,5
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,8	-12,9	-2,2	-3,1	...	-11,0	-15,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,2	-5,0	-6,6	-6,6	-4,0	...	-1,8	-0,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-27,7	-26,9	-26,2	-24,4	-25,7	-24,4	-23,0
Mercado de trabalho									
População empregada	1,0	-2,0	-3,8	-3,0	-1,0	...	-3,5	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,8	5,6	7,8	7,1	...	7,2	...	...
PIB	2,5	-7,6	-16,4	-5,6	-6,1	...	...	...	...

Preços

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	01/21	02/21	03/21
Inflação global	0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,5	0,5
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,6	0,7	0,2

Setor externo

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	01/21	02/21	03/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	-6,8	-7,8	-10,2	...	-11,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-15,2	-7,6	-12,0	-15,2	...	-16,5	...	...
Saldo corrente	0,8	-2,4	-0,2	-2,2	-2,4	...	-2,5	...	...
Bens e serviços	1,6	-3,6	-0,6	-3,0	-3,6	...	-3,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,2	0,4	0,8	1,2	...	1,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,6	0,3	2,4	0,3	0,3	...	0,2	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	01/21	02/21	03/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	9,0	9,2	10,1	...	9,4	11,5	...
À vista e poupança	14,8	18,8	20,1	18,4	18,8	...	17,3	21,1	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	-1,0	0,4	1,4	...	1,3	1,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-17,1	-15,7	-13,8	-17,1	...	-9,7	-7,5	...
TOTAL	5,2	9,1	7,9	8,2	9,1	...	8,7	10,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-0,1	4,6	0,5	2,1	4,6	...	4,5	5,0	...
Empresas não financeiras	-3,7	10,5	1,0	4,4	10,5	...	10,2	11,8	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	-0,1	0,7	2,1	...	2,1	2,3	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	1,5	1,3	-1,2	...	-1,4	-2,2	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,3	-9,7	-5,7	-4,3	...	-3,8	-4,3	...
TOTAL	-0,3	4,2	0,1	1,8	4,2	...	4,2	4,6	...
Taxa de incumprimento (%)²	6,2	4,9	5,5	5,3	4,9	...	...	...	...

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

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

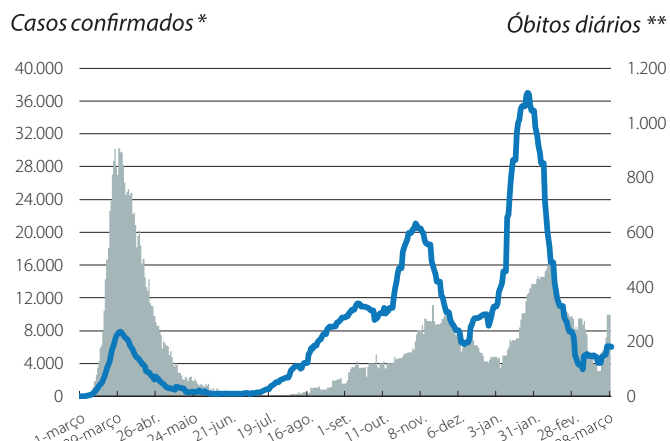
Espanha: um primeiro trimestre sinuoso

A terceira vaga da pandemia travou a recuperação económica nos primeiros meses do ano. No entanto, nos últimos trimestres a «curva de aprendizagem» de como gerir uma pandemia e conviver com ela traduziu-se numa maior resiliência da atividade económica. Além disso, apesar das restrições terem continuado a condicionar a economia no conjunto do 1T 2021, em março a incidência de contágios manteve-se contida, com os novos casos confirmados estabilizados em torno dos 5.000 (média de sete dias), muito abaixo da média dos 36.000 alcançados em janeiro. Além disso, em março desceu também a percentagem de testes positivos para 5% (depois de ter chegado quase a 20% em janeiro), tendo melhorado o ritmo de vacinação apesar dos problemas de fornecimento de doses. A pandemia continua a ser a grande determinante do cenário e, embora as nossas previsões económicas admitam a possibilidade de novos focos, para os próximos meses espera-se que a imunização dos grupos de risco no 2T reforce a melhoria das dinâmicas epidemiológicas e permita aliviar a pressão sobre o sistema de saúde, desencadeando uma reativação mais sustentada da atividade económica.

A atividade económica continua limitada pela COVID-19 nos inícios de 2021. Os dados mais recentes do INE de Espanha mostram que o PIB ficou estagnado no 4T 2020 (+0,0% em cadeia), enquanto inicialmente se tinha estimado um ligeiro aumento de +0,4%. Contudo, a nova estimativa do INE espanhol sugere que a economia tenha recuperado mais no 3T do que o previsto inicialmente (especificamente mais 0,7 p.p. para 17,1%), situando-se a queda do PIB no conjunto de 2020 em 10,8% (face a uma estimativa inicial de 11,0%). Para o 1T, a maior parte dos indicadores de atividade disponíveis mostram uma ligeira queda face ao trimestre anterior. Especificamente, o índice de sentimento empresarial PMI composto situou-se, na média do trimestre, abaixo dos 50 pontos que delimitam a zona de contração da de expansão, apesar da atividade do setor industrial espanhol ter registado em março um novo aumento, com uma melhoria que atingiu os 56,9 pontos. Neste contexto, o Banco de Espanha reviu as suas previsões macroeconómicas para Espanha ligeiramente em baixa, prevendo que em 2021 o PIB se situe 5,6% abaixo do nível de 2019, uma visão próxima com a visão contemplada no cenário das previsões do BPI Research. Por outro lado, o défice público de 2020 foi de 11,0% do PIB. Isto representa um aumento de 8,1 p.p. do PIB face a 2019, explicado por uma queda das receitas públicas de 5,0% e por um aumento da despesa pública de 10,1%, em termos homólogos, com juros. Além disso, sob o critério do Eurostat, são incluídos no défice 0,9 p.p. correspondentes à Sareb.

Em março, o controlo da pandemia facilitou um melhor desempenho da atividade. Após, em fevereiro, ter sido registada uma queda de 11% do indicador de consumo do CaixaBank (após descidas de 5% e de 7% no 3T e o 4T, respetivamente), em março a descida abrandou ligeiramente para 6%.

Espanha: novos casos confirmados e óbitos diários

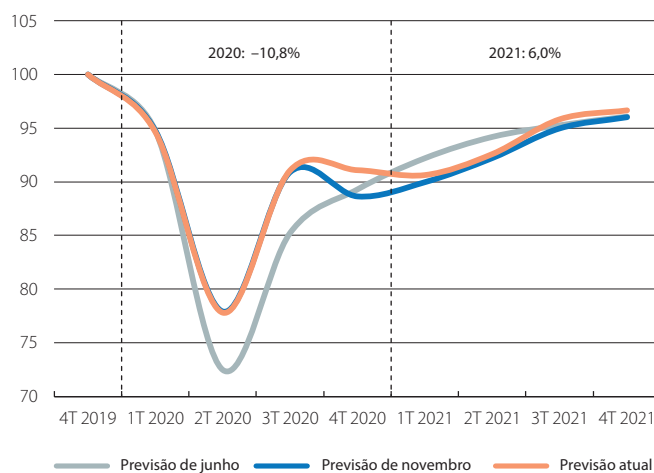


Notas: São mostradas médias de 7 dias de contágios e de óbitos. * Positivos em testes PCR e de antígenos por data de notificação. ** Óbitos por data de notificação.

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

Espanha: evolução do PIB real

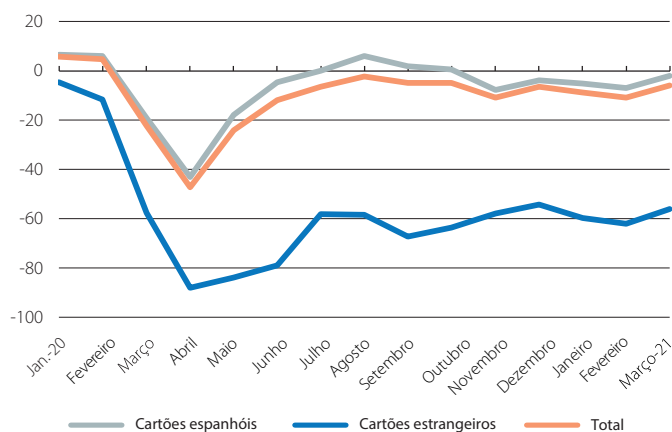
(100=4T 2019)



Fonte: BPI Research.

Espanha: indicador de consumo do CaixaBank *

Varição homóloga (%)



Nota: * Este indicador inclui a despesa com cartões emitidos pelo CaixaBank, a despesa de não clientes em TPAs do CaixaBank e levantamentos em caixas automáticas do CaixaBank.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Contudo, no conjunto do 1T pesa a fragilidade de janeiro e fevereiro, sendo que o indicador sugere um certo retrocesso relativamente ao 4T 2020. Por outro lado, o consumo de cimento recuperou em fevereiro, com uma queda de 1,9% homólogo (após uma queda de 12,4% em janeiro), tendo as novas inscrições moderado a sua descida (-38,4% homólogo em fevereiro face aos 51,5% em janeiro).

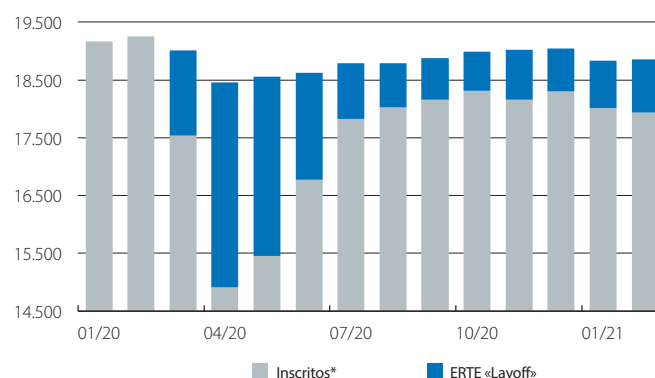
A evolução do mercado de trabalho é fundamental para a economia. Embora o mercado de trabalho tenha mostrado um comportamento positivo no 4T 2020, o número total de trabalhadores em ERTE «Layoff» indica uma menor robustez no primeiro trimestre do ano, após um aumento de 90.000 ERTE «Layoff» em fevereiro, concentrados em particular nos setores dos serviços mais afetados pelas restrições à atividade. Além disso, o número de inscritos mostra também um retrocesso, com menos 30.000 inscritos em fevereiro em comparação com o mês anterior (com dados ajustados de sazonalidade), o que representa a primeira descida em cadeia desde maio de 2020. Finalmente, o número de desempregados situou-se acima dos 4 milhões, o que corresponde a um aumento de 23,5% em termos homólogos (21,8% em janeiro). Tudo isto sugere que os programas de ajustamento temporário de emprego vão continuar a desempenhar um papel muito significativo nos próximos meses, evitando um aumento importante do desemprego, garantindo que o rendimento das famílias fique afastado de oscilações económicas e protegendo o tecido empresarial num ambiente de incertezas elevadas.

Subida da inflação espanhola em março. O IPC registou uma variação homóloga de 1,3% em março, de acordo com os dados avançados pelo INE. Este número junta-se a uns últimos meses de elevada volatilidade (-0,5% em dezembro, 0,5% em janeiro e 0% em fevereiro), explicados em grande medida pelas oscilações nos preços da eletricidade. Tudo indica para que em março a evolução do IPC tenha sido também impulsionada pelos preços da energia, dado que a inflação subjacente se manteve nos 0,3%. Para os próximos meses espera-se que vários efeitos de base relacionados com a pandemia (como os baixos preços do petróleo do ano passado) continuem a produzir volatilidades nos dados da inflação, a qual poderá subir para níveis um pouco mais elevados na segunda metade do ano.

A balança de serviços demora em recuperar, mas o saldo de bens melhora. Em janeiro, tanto as exportações como as importações caíram para taxas de dois dígitos (-11,4% e -16,4% homólogos, respetivamente), afetadas pelo aumento das restrições à atividade na Europa. O défice da balança de bens situou-se em 1% do PIB (acumulado de 12 meses), o que representa uma melhoria de 1,5 p.p. relativamente ao registo do ano passado. Parte substancial desta melhoria deve-se ao menor défice energético, resultado da queda do preço do petróleo e da procura interna no último ano o qual, portanto, deverá começar a diluir durante os próximos meses. Destaque também para o comportamento dos bens não energéticos, cujo saldo se situou num superavit de cerca de 4.000 milhões de euros pela primeira vez desde 2015.

Espanha: evolução do número de inscritos e ERTE «Layoff»

(Milhares de pessoas inscritas na Segurança Social e em situação de ERTE «Layoff»)

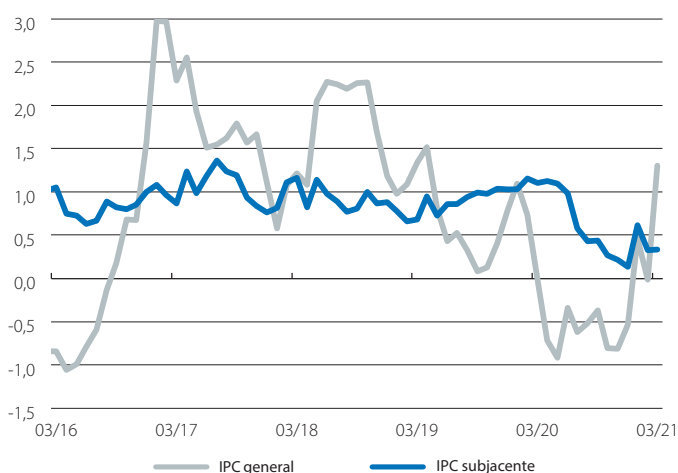


Nota: * Inscritos que não estão em situação de ERTE «Layoff» (total ou parcial).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério do Trabalho e Economia Social e do Ministério de Inclusão, S.S. e Migrações de Espanha (MITRAMISS).

Espanha: IPC

Variação homóloga (%)



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

Espanha: comércio externo de bens *

Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



Nota: * Dados nominais, série sem dados ajustados de sazonalidade. Não inclui energia.

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

Balanço da situação dos setores «intermédios» em Espanha

- Alguns setores sofreram um impacto enorme devido à pandemia enquanto outros puderam continuar a crescer. Entre estes extremos encontram-se os setores que podemos denominar de setores «intermédios».
- A maior parte dos setores apresenta uma deterioração da situação económico-financeira, a qual poderá ser rapidamente reativada quando as medidas de restrição à mobilidade e à atividade forem retiradas.

É certamente sabido que a pandemia teve um impacto muito heterogéneo entre os vários setores da economia. Assim, os setores ligados ao turismo e ao lazer sofreram a crise de uma forma desproporcionada. No outro extremo, alguns setores como o setor da agricultura, gado e pesca ou os setores da Administração Pública, educação e saúde viram aumentar a sua atividade durante a pandemia. Neste artigo, focaremos as nossas atenções nos restantes setores. Setores que, apesar de terem sofrido um impacto muito significativo, fizeram-no em menor intensidade que os setores mencionados no início. Chamar-lhes-emos de setores «intermédios».

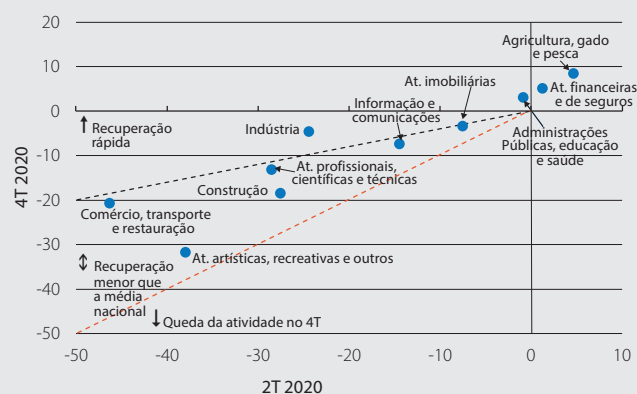
No primeiro gráfico mostramos dados de valor acrescentado bruto (VAB) por setor de atividade (classificação CNAE-Classificação Nacional de Atividades Económicas). No eixo horizontal é mostrada a queda do VAB no 2T 2020 relativamente ao nível anterior à crise do 4T 2019 e no eixo vertical a queda no 4T 2020 relativamente ao nível anterior à crise. A linha a tracejado vermelha separa a área que indica uma recuperação do VAB entre o 2T e o 4T 2020 (acima da linha) da que indicaria uma nova queda (abaixo da linha). Por outro lado, a linha a tracejado preta marca o ritmo de recuperação que o PIB teve entre o 2T e o 4T 2020¹.

Podem ser retiradas várias ilações a partir do gráfico. Em primeiro lugar, destaque para a heterogeneidade da queda do VAB entre os setores. Como é já sabido, os setores do comércio, transportes, restauração, atividades artísticas, recreativas e outros serviços apresentaram as maiores quedas no 2T, superiores a 30%. Por outro lado, existem alguns setores que aumentaram o VAB face ao 4T 2019. Em segundo lugar, vemos como a recuperação foi generalizada a partir do 2T (todos os setores situam-se acima da linha a tracejado vermelha). Em terceiro lugar, o ritmo de recuperação entre setores foi também muito desigual. Uma grande maioria de setores encontra-se na área entre as linhas a tracejado vermelha e preta: são os setores que recuperaram face ao 2T mas que o fizeram a um ritmo inferior ao do PIB nacional. Entre os setores que mais sofreram no 2T destacam-se, por um lado, o setor industrial, que recuperou a um ritmo superior ao do PIB nacional e, por outro, os setores da construção e das atividades

1. Especificamente, se considerarmos um setor qualquer e partirmos do nível de atividade que o mesmo perdeu até ao 2T, a linha preta indica-nos onde se encontraria o nível de atividade deste setor no 4T se tivesse recuperado ao mesmo ritmo que o PIB agregado o fez.

Espanha: valor acrescentado bruto real por setores CNAE

(% face ao nível do 4T 2019)



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

artísticas, recreativas e outros serviços, que recuperaram a um ritmo menor (maior distância relativamente à linha a tracejado preta).

Para saber mais detalhes sobre a capacidade de recuperação de cada setor, utilizamos o Índice de Confinamento Empresarial (ICE) elaborado pelo CaixaBank. O ICE mede a alteração da atividade bancária de pequenas e médias empresas devido à COVID-19 e tem em conta uma vasta série de indicadores². Um valor próximo ou inferior a zero indica que a situação económico-financeira da empresa é idêntica ou melhor que a do mesmo mês do ano anterior³. Um valor superior indica que a situação económico-financeira da empresa piorou. Além disso, valores superiores a 0,3 indicam uma deterioração significativa da situação económico-financeira da empresa.

No segundo gráfico, mostramos o ICE por setores de atividade entre março e maio de 2020 e comparamo-lo com os valores registados entre dezembro de 2020 e fevereiro de 2021⁴. Destacamos diversas áreas do gráfico. Em primeiro lugar, podemos ver que nos primeiros meses da pandemia a situação económico-financeira das empresas se deteriorou em todos os setores (o índice assume valores positivos para todos os setores). No entanto, observa-

2. Incluem-se indicadores de receitas (por exemplo, as provenientes dos TPA), de despesas (como ordenados ou despesas em recibos) e de incumprimentos, entre outras variáveis.

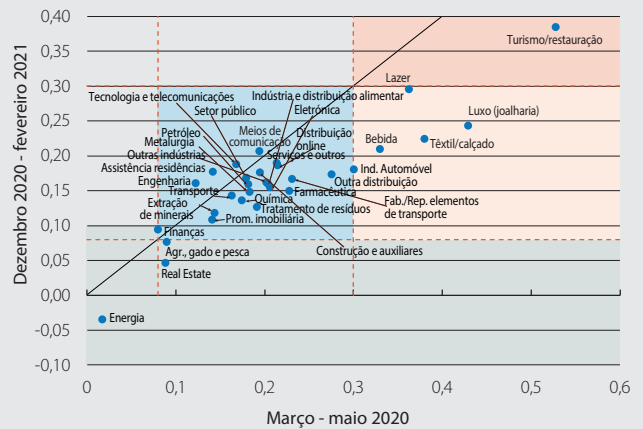
3. Especificamente, um valor inferior a 0,08.

4. Ao tratar-se de dados internos, os setores de atividade não correspondem perfeitamente aos códigos CNAE.

mos também que desde então a situação melhorou em quase todos os setores (a maioria encontra-se abaixo da linha diagonal). Em segundo lugar, vemos que apenas um setor, o setor do turismo e da restauração, mantém uma situação económico-financeira muito adversa apesar da melhoria destes últimos meses (único setor no quadrante vermelho-escuro). Além disso, um conjunto reduzido de setores (área em vermelho-claro), que inclui, entre outros, os setores do lazer e o do têxtil/calçado, passaram de uma deterioração severa da situação financeira para uma deterioração moderada. Finalmente, vemos que a grande maioria dos setores (área em azul-claro), se tem mantido numa situação económico-financeira de deterioração moderada. Deste modo, a maior parte dos setores apresenta uma deterioração da situação económico-financeira, como não pode ser de outra maneira, devido à crise que estamos a atravessar, mas poderá reativar-se rapidamente quando as medidas de restrição à mobilidade e à atividade forem levantadas.

Após este desempenho em 2020 e tendo em conta que após o impacto da terceira vaga de contágios que aconteceu no 1T, a recuperação provavelmente não será retomada até ao 2T 2021, como poderá contribuir para o PIB a recuperação da atividade destes setores «intermédios» no 2T?⁵ A resposta está sujeita a um elevado grau de incerteza, devido às dúvidas que rodeiam a velocidade com a qual serão levantadas as medidas de restrição à mobilidade/atividade e o modo como a retirada destas medidas afetará cada setor. No entanto, é claro que os setores intermédios, que compõem 47,6% da economia,⁶ e apresentam um bom potencial de recuperação, darão uma importante contribuição para a recuperação da atividade agregada, assim que as restrições que as restrições começarem a ser retiradas. Como exemplo, se num trimestre a recuperação fosse tal que o conjunto destes setores intermédios recuperasse até 75% do VAB que se perdeu entre o 4T 2019 e o 2T 2020 (no 4T 2020 estes setores já tinham recuperado 62%, pelo que não parece que seja um pressuposto excessivamente otimista), a contribuição para o crescimento em cadeia do PIB destes setores seria cerca de 1,4 p.p.

Espanha: Índice de Confinamento Empresarial por setores



Fonte: BPI Research.

5. Os setores «intermédios» são compostos pelos setores da indústria (código CNAE B-E), pela construção (código CNAE F); pelas atividades profissionais, científicas e técnicas (CNAE M-N); pela informação e comunicações (CNAE J), e pelas atividades imobiliárias (CNAE L). Excluimos os setores de comércio, transportes e restauração (CNAE G-I) e das atividades artísticas, recreativas e outros serviços (CNAE R-T), por serem os setores mais afetados pela pandemia e os que previsivelmente irão recuperar mais lentamente. Excluimos também os setores que viram o seu VAB aumentar durante a pandemia (setores com os códigos CNAE A, K e O-Q).
 6. De acordo com os dados do 4T 2020.

Um pacote de ajudas a empresas e a trabalhadores independentes muito necessário em Espanha

Descrição das principais medidas

O pacote de ajudas aprovado pelo Governo a 12 de março possui três fundos. O de maior quantia é o fundo de ajudas diretas para empresas e trabalhadores independentes, com uma dotação de 7.000 milhões de euros, sendo o seu objetivo ajudar as empresas com problemas de liquidez que ameçam tornar-se em problemas de solvência. Para aceder às ajudas, as empresas deverão comprovar quedas de receitas superiores a 30% em 2020, uma condição idêntica às que foram levadas a cabo na Alemanha ou em França em pacotes de ajudas semelhantes, e não ter tido perdas em 2019, duas condições facilmente verificáveis. Além disso, deverão estar em dia com o pagamento das obrigações fiscais e com a Segurança Social, manterem a atividade correspondente às ajudas até 30 de junho de 2022 e não poderão distribuir dividendos em 2021 e 2022. Convém destacar que as ajudas serão utilizadas para pagamentos a fornecedores, fornecimentos, salários, arrendamentos ou dívida financeira. Em primeiro lugar, serão destinadas a pagar a fornecedores (por ordem de antiguidade) e, de seguida e se for aplicável, para reembolsar primeiro a dívida avalizada e posteriormente a dívida sem aval.

Estas ajudas serão administradas pelas Comunidades Autónomas e do total, 2.000 milhões de euros serão destinados às Canárias e às Baleares, e 5.000 milhões de euros para o resto do país. Especificamente, estes 5.000 milhões serão distribuídos entre as várias Comunidades Autónomas seguindo os critérios aplicados para atribuição dos fundos provenientes do programa REACT-EU¹ (ver o gráfico adjunto com a atribuição das ajudas diretas por comunidades) e serão transferidos para as Comunidades Autónomas antes do final de abril. Finalmente, a ajuda que os trabalhadores independentes poderão receber no regime de estimativa objetiva fixou-se em 3.000 euros. As microempresas e os restantes trabalhadores independentes poderão receber até 40% das perdas de faturação que ultrapassem a queda de 30%². As restantes empresas poderão receber ajudas num valor até 20% da perda adi-

1. Fundos de recuperação europeus para as Comunidades Autónomas. O critério de dotação entre Comunidades Autónomas na Península espanhola tem em conta a queda do PIB em 2020 face a 2019 dividida pelo peso do seu rendimento per capita (2/3 dos 5.000 milhões), o desemprego (duas nonas partes) e o desemprego juvenil (uma nona parte). Para as Baleares e Canárias é calculado a partir da queda entre 2020 e 2019 da média anual de inscritos no regime de ERTE «Lay-off».

2. Suponhamos que uma empresa faturou 100.000 euros em 2019 e apenas 25.000 em 2020. Como a sua faturação se situou em 2020 abaixo de 70.000 euros, esta caiu mais de 30%, pelo que a qualifica. Esta empresa poderá receber até 40% da perda de faturação abaixo dos 70.000, ou seja, 18.000 euros (se esta quantia for superior a 200.000, o máximo serão 200.000 euros).

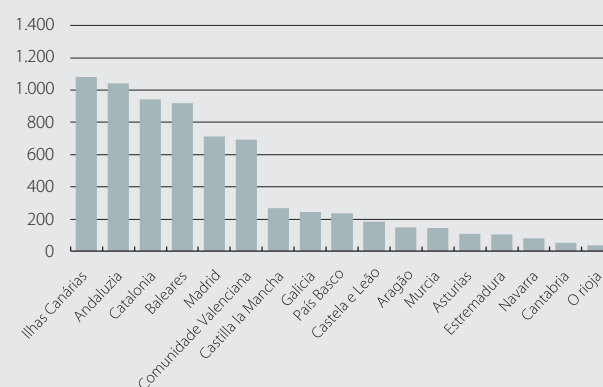
cional à queda dos 30% (com um mínimo de 4.000 euros e máximo de 200.000 euros)³.

O segundo fundo, dotado com 3.000 milhões de euros, será destinado às reestruturações dos empréstimos ICO e poderá ser aplicado aos empréstimos avalizados concedidos entre 17 de março de 2020 e 13 de março de 2021. Serão considerados três níveis de medidas com a seguinte prioridade: i) extensão do prazo de vencimento dos empréstimos além do estipulado pelo decreto de novembro⁴ (neste caso estender-se-á também o aval); ii) quando isto não for suficiente, conversão em empréstimo participativo⁵, mantendo a cobertura de aval, e iii) como último recurso, o Ministério da Economia efetuará transferências – que as instituições financeiras receberão – para reduzir o capital de empréstimos ICO dentro dos acordos de renegociação de dívidas que os devedores e as instituições financeiras atinjam. As instituições financeiras assumirão também uma redução do capital pendente.

O Conselho de Ministros fixará proximamente as condições aplicáveis e os requisitos a cumprir para beneficiar destas medidas. Será aprovado também um Código de Boas Práticas para facilitar e coordenar a utilização destes fundos para a reestruturação de empréstimos avaliados.

Ajudas diretas por Comunidades Autónomas: distribuição

(Milhões de euros)



Nota: Distribuição de acordo com os critérios da nota 1 de rodapé do Focus.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Fazenda.

3. As Baleares e Canárias podem aumentar a percentagem de cobertura de perdas ou o máximo.

4. Em novembro, o IPC flexibilizou as condições das linhas ICO com um alargamento do período de devolução de três anos (até ao máximo de oito anos) e da carência em 12 meses (até ao máximo de 24 meses).

5. Estes instrumentos integram uma componente retributiva variável, associada à evolução da empresa através de diversas métricas que têm a vantagem dupla de serem calculadas como recursos próprios e os pagamentos associados serem considerados juros para efeitos fiscais.

Finalmente, será criado um fundo de recapitalização de médias empresas (1.000 milhões de euros) para reforçar a solvência destas empresas, após ser avaliada a sua viabilidade através de vários instrumentos de endividamento, capital e quase capital. Caso sejam utilizados instrumentos de capital, o Estado exercerá os seus direitos políticos (com a participação nos lucros futuros) com um prazo máximo de permanência de oito anos. Este fundo será administrado pela Cofides, um organismo ligado ao Ministério da Indústria, Comércio e Turismo.

Avaliação geral positiva: é agora necessária uma implementação ágil e efetiva

A avaliação geral do pacote de apoio às empresas e trabalhadores independentes é positiva. O conjunto de medidas reforça as ajudas para os trabalhadores independentes e empresas mais prejudicados pela pandemia. Somam-se assim às medidas já tomadas em 2020 (ERTE «Lay-off», linha de garantias e avales ICO e diferimento de impostos), contribuindo para aliviar os problemas de liquidez e de solvência das empresas mais afetadas pela pandemia. É também positivo constatar que o destino das ajudas diretas está bem delimitado e centrado em cobrir despesas fixas ou em reduzir a dívida, dado que isso facilita que as ajudas sejam dirigidas às empresas que mais necessitam.

Além disso, as ajudas diretas concentram-se em 95 dos 538 setores de atividade CNAE. A razão é que se pretendeu centrar as ajudas em setores que recorreram com maior intensidade aos ERTE «Lay-off» como medida para identificar os setores mais afetados pela crise e, portanto, para dar prioridade aos setores com mais postos de trabalho em jogo, embora outros negócios viáveis possam estar a ser excluídos das ajudas, mas que também estão a sofrer fortemente, como pode ser o caso de negócios fora dos 95 selecionados, situados em zonas turísticas. Por outro lado, ao serem definidos tetos relativamente baixos (200.000 euros na Península espanhola), as ajudas irão ser mais efetivas para trabalhadores independentes e para empresas muito pequenas e menos para as empresas médias.

Uma das grandes dúvidas é o facto de ser muito complicado distinguir no contexto atual entre empresas viáveis (para as quais têm que ser direcionadas as ajudas) e empresas não viáveis, mas num contexto de pandemia como o atual parece preferível pecar por excesso que por defeito. Além disso, é positivo o facto de que os requisitos que o pacote de medidas fixa para aceder aos fundos serem facilmente verificáveis e estarem orientados para beneficiar em maior medida as empresas realmente viáveis: ter tido lucro em 2019, manter a atividade até junho de 2022, estar em dia com as obrigações fiscais e com a Segurança Social, não ter solicitado a declaração de liquidação voluntária, não terem sido declarados insolventes em qualquer procedimento e não se encontrarem em

falência. As restrições ao pagamento de dividendos e aos aumentos à retribuição de diretores também são formas de limitar as ajudas às empresas que mais precisam.

Sobre o fundo de reestruturação dos empréstimos avalizados, é positivo que o decreto faculte capacidades ao ICO para assumir reestruturações e que as propostas devam partir das instituições financeiras. Por sua vez, o fundo de recapitalização de empresas médias pode ser útil para determinados casos (empresas que precisam de recursos adicionais aos dos outros dois fundos e que possam provar que são viáveis a médio prazo).

Por último, a extensão da moratória de falências representará até finais do ano um importante balão de oxigénio para as empresas e trabalhadores independentes com o objetivo de poderem aproveitar a recuperação económica prevista na segunda metade do ano para normalizar a sua conta de resultados. Isto será acompanhado da necessária modernização e homologação europeia da lei de falências espanhola para resolver os seus dois problemas crónicos: baixo número de falências e que a grande maioria (90%) acaba em liquidação.

Definitivamente, este pacote será uma ferramenta útil para ajudar as empresas mais afetadas pela pandemia. No entanto, será essencial que as ajudas cheguem com celeridade às empresas e trabalhadores independentes, pois é precisamente agora, antes da economia arrancar, que é necessário insuflar oxigénio no tecido produtivo espanhol. Também será desejável uma monitorização constante do volume de fundos para os recalibrar nos próximos meses, se for necessário, em função da evolução da pandemia e, consequentemente, da economia.

Automatização: uma corrida à qual Espanha não dedica esforços suficientes

A automatização, juntamente com a digitalização, será um dos grandes impulsos da estrutura produtiva dos países avançados nos próximos anos. Além disso, a experiência recente demonstrou que a automatização e a digitalização dão resiliência à atividade económica perante contextos disruptivos como o atual¹.

A nova automatização – com robôs cada vez mais úteis, mais inteligentes, mais económicos e ligados digitalmente – é essencial para o sucesso da Indústria 4.0². Neste âmbito, a International Federation of Robotics (IFR) fornece dados de robôs instalados por cada 10.000 trabalhadores no setor industrial em vários países e dá-nos uma ideia da situação e tendência de Espanha.

No seu relatório mais recente, a IFR mostra que Espanha tem uma densidade de 191 robôs, superior à média mundial (de 113) e também à média europeia (de 114). No entanto, este número situa-se ainda claramente abaixo de importantes países avançados, como a Alemanha (346) ou os EUA (228) e muito longe dos pioneiros em matéria de robotização (Singapura, 918; Coreia, 855; e Japão, 364)³. De facto, se considerarmos uma seleção de países avançados mais adequada em relação à qual é efetuada a comparação, observamos como a Espanha não só se situa ligeiramente abaixo da média como também, além disso, está longe de fechar a lacuna que mantém com estes países pois a sua taxa de avanço também se situa ligeiramente abaixo da média (ver o gráfico).

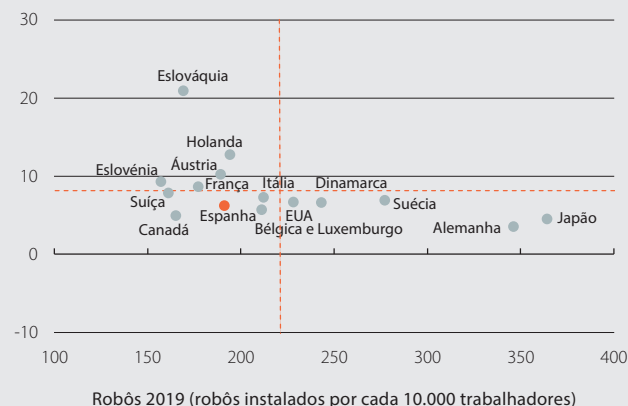
Em indústrias importantes em termos de tamanho para a economia espanhola, como a agroalimentar, observamos que houve um crescimento significativo na utilização de robôs na última década. Especificamente, o setor agroalimentar passou de dispor de perto de 40 robôs por cada 10.000 trabalhadores em 2007, para perto de 100. Não obstante, trata-se de um aumento que não se pode comparar ao esforço que fizeram países como a Itália, que passou de estar nos últimos lugares da lista europeia, com uma densidade de 20 robôs em 2007, para se situar na liderança da automatização do setor agroalimentar, juntamente com a Holanda, com uma densidade de 180 robôs em 2017.

1. Este artigo põe o foco na automatização. Para uma análise mais focalizada em torno do processo de digitalização da economia espanhola ver o Dossier «Digitalização e fundos europeus: um binómio vencedor» na IM03/2021.

2. A indústria 4.0, um conceito ainda em desenvolvimento, corresponde a uma nova maneira de organizar os meios de produção, centrada em torno das fábricas inteligentes e da hiperconetividade.

3. Não é de admirar que as estimativas situem a Coreia, o Japão e a cidade-estado de Singapura como os países com uma população mais envelhecida dentro de algumas décadas.

Densidade em robôs no setor industrial * Crescimento anual composto 2015-2019 (%)



Nota: * Seleção de países, principalmente avançados. Excluimos a Coreia do Sul, Singapura e a China pelo seu nível e/ou taxa de avanço muito superior à média dos padrões mais avançados. A Coreia e Singapura têm uma densidade cerca dos 900 e a taxa de crescimento da China aproxima-se dos 300%. As linhas horizontais e verticais correspondem à média da seleção de países.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da International Federation of Robotics.

Destaque também para a indústria automóvel, dado ser a indústria mais robotizada de todas. Neste setor, a utilização de robôs em Espanha tem-se mantido praticamente constante na última década, cerca de 750 robôs por cada 10.000 trabalhadores. Em contrapartida, as indústrias automóveis alemã e norte-americana intensificaram a sua robotização embora em 2007 apresentassem uma densidade parecida à espanhola, em 2017 já dispunham de cerca de 1.250 robôs por cada 10.000 trabalhadores⁴.

Definitivamente, a economia espanhola mostra níveis de automatização semelhantes aos dos seus principais competidores internacionais. No entanto, nos últimos anos, a velocidade de crescimento nesta área torna-se insuficiente para atingir uma convergência para as principais economias. Às portas da nova revolução industrial, a Espanha deverá esforçar-se mais no seu processo de automatização caso se pretenda situar numa boa posição dentro da Indústria 4.0.

4. Ver Anderton, R. et al. (2020). «Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies». ECB Occasional Paper Series, dezembro.

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
Indústria									
Índice de produção industrial	0,7	-9,5	-6,8	-23,2	-5,3	-2,5	-1,5	-2,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-5,4	-27,8	-11,9	-11,0	-10,6	-6,6	-9,6
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	48,2	39,4	51,4	51,1	51,0	49,3	52,9
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	0,1	-12,5	-19,1	-19,9	-19,5	-19,8	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-13,1	-3,7	-12,3	-18,2	-18,1	-17,7	-19,0	...
Preço da habitação	5,1	2,1	3,2	2,1	1,7	1,5	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,8	-1,0	-22,8	-50,7	-72,5	-77,1	...	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	42,5	28,4	47,3	43,0	48,0	41,7	43,1
Consumo									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-3,7	-18,4	-3,5	-2,7	-1,5	-9,4	-5,9
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-27,6	-68,6	-7,5	-13,2	0,0	-51,5	-38,4
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-10,3	-27,9	-26,9	-26,3	-23,1	-23,7	-25,2
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,3	-2,9	1,1	-6,0	-3,5	-3,1	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,1	15,5	14,4	15,3	16,3	16,1	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,6	-2,0	1,2	-4,4	-3,0	-2,0	-1,9	-1,7	-2,1
PIB	2,0	-10,8	-4,3	-21,6	-8,6	-8,9	-	-	-

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	0,7	-0,3	0,6	-0,7	-0,5	-0,7	-0,5	0,5	0,0
Inflação subjacente	0,9	0,7	1,1	1,1	0,5	0,2	0,1	0,6	0,3

Setor externo

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

	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)	1,8	-10,0	1,0	-7,2	-8,9	-10,0	-10,0	-11,1	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-1,0	-9,3	-13,3	-14,7	-14,7	-16,0	...
Saldo corrente	26,6	7,4	27,5	18,1	11,5	7,4	7,4	7,7	...
Bens e serviços	37,5	16,7	37,9	27,7	20,3	16,7	16,7	16,2	...
Rendimentos primários e secundários	-10,9	-9,3	-10,4	-9,6	-8,8	-9,3	-9,3	-8,5	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	30,8	12,4	32,0	22,6	16,3	12,4	12,4	12,4	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	4,4	8,0	9,0	8,7	9,0	9,9	8,7
À vista e poupança	10,7	12,3	8,9	13,0	13,8	13,7	13,9	15,4	14,0
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-16,4	-16,1	-16,5	-17,1	-18,1	-18,7	-19,7
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	-6,2	-6,6	5,2	11,8	16,3	11,2	7,8
TOTAL	5,6	7,1	3,8	7,1	8,7	8,9	9,4	9,9	8,6
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-1,5	1,2	-1,0	1,5	2,0	2,4	2,5	2,3	2,6
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	-1,7	6,1	7,1	7,9	8,2	8,0	9,1
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-1,3	-1,1	-1,1
Famílias - outros fins	3,2	0,8	2,5	0,7	0,3	-0,1	-0,8	-1,8	-2,3
Administrações Públicas	-6,0	3,0	1,7	0,1	1,1	8,8	15,5	5,5	10,0
TOTAL	-1,7	1,3	-0,9	1,5	1,9	2,7	3,2	2,5	3,0
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,8	4,5	4,8	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5	...

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.

À espera da inflação

Como Vladimir e Estragon em *À Espera de Godot*, economistas, académicos e bancos centrais passaram a última década à espera de uma inflação que não chegava, pelo menos até à entrada em cena da COVID-19. As subidas nos dados e nas expectativas de inflação com os quais começou o ano de 2021 reavivaram o debate sobre a sua chegada. Por enquanto, tudo indica que o seu recente recrudescimento se deva a fatores técnicos e transitórios que se desvanecerão à medida que a COVID-19 acabar e as economias se normalizarem¹. Contudo, após esta transição, voltaremos ao mundo da inflação teimosamente baixa ou a pandemia representará um ponto de viragem?

Duas narrativas: o achatamento da curva de Phillips...

Nas últimas décadas, o crescimento dos preços dos nossos cabazes de consumo moderou-se de forma significativa e sustentada: nos EUA, na Alemanha e em Espanha, a inflação passou de taxas de cerca de 4%, 3% e 7%, respetivamente, na média de 1980-2000, para números apenas ligeiramente superiores a 1% em 2008-2020.

Esta moderação ocorreu em tempos nem sempre benignos para as economias. É que a inflação não só moderou, como também a ligação entre o dinamismo da atividade e as pressões inflacionistas tem vindo a enfraquecer. Isto recebeu o nome de «achatamento da curva de Phillips». Como mostra o primeiro gráfico, a curva que relaciona inversamente a inflação e o desemprego, documentada estatisticamente por William Phillips em 1958, tem-se achatado de maneira sustentada desde o ano de 1980.

Alguns fatores por detrás da fragilidade da inflação foram heranças do ciclo económico e, neste sentido, conjunturais (embora tenham persistido durante mais tempo que o desejado): a crise financeira global de 2008 e a Grande Recessão deixaram uma procura frágil, afetada por um grande endividamento, tendo a sua recuperação sido lenta e, durante muitos anos, incompleta (especialmente na Europa)². No contexto atual, uma recuperação mais lenta que a esperada após a COVID-19 poderá reintroduzir pressões deflacionistas.

No entanto, houve também forças estruturais responsáveis para que a moderação da inflação fosse um fenómeno persistente e generalizado entre as economias avançadas. Em primeiro lugar, nas décadas finais do século XX os principais bancos centrais fixaram objetivos claros na luta contra a inflação, enquanto a melhoria na sua qualidade institucional e independência conseguiu deter as expectativas de inflação em níveis moderados. Em segundo lugar, a globalização e a demografia combinaram-se para exercerem pressões deflacionistas visto que a integração da China e de outros países emergentes na economia global deu acesso a fatores produtivos mais baratos tendo, além disso, criado uma abundância relativa de trabalhadores. Da mesma forma, a digitalização e mercados de trabalho mais flexíveis contribuíram também para a moderação da inflação e para a sua perda de robustez com a atividade³. Na medida em que estas forças são estruturais, poderão, no futuro, continuar a pesar sobre a inflação.

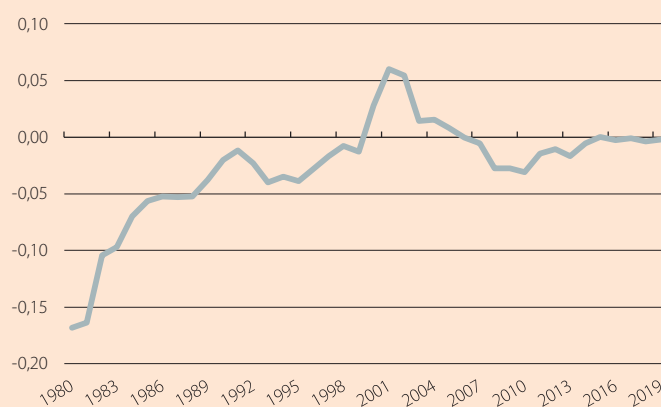
... ou a reflução?

Face a todas estas forças, o mundo pós-COVID-19 poderá trazer algumas alterações. Em primeiro lugar, a pandemia não só confinou a procura como congelou também boa parte da estrutura produtiva. Assim, uma reativação mais rápida da procura (estimulada pelo consumo estagnado no confinamento) que da oferta (afetada por disrupções na cadeia de fornecimentos globais) poderá produzir estrangulamentos que resultem em aumentos da inflação. Embora estas tensões sejam um fenómeno natural no processo de normalização das economias e devam desaparecer com o tempo, persistem mais que o esperado, existindo o risco de afetarem as expectativas de inflação e que resultem numa maior persistência das pressões nos preços.

Em segundo lugar, a COVID-19 poderá também despoletar a inflação através do peso da dívida pública que os bancos centrais têm vindo a sustentar. As compras em massa de dívida feitas pela Fed e pelo BCE, entre outros, são necessárias para lutar contra uma crise sem precedentes, mas esta necessidade levou-os a posicionarem-se como grandes detentores de dívida pública, uma situação que também comporta alguns riscos porque poderá produzir incentivos políticos para interferir na independência dos bancos centrais e torná-los mais permissivos à inflação⁴.

EUA: sensibilidade da inflação ao desemprego

Índice *



Nota: * Coeficiente β estimado na regressão $\pi_t = a + \beta u_t + \gamma \pi_{t-1} + \varepsilon_t$ com janelas de dados de 10 anos. π_t é a inflação homóloga subjacente e u_t é a taxa de desemprego.

Fonte: BPI Research, estimativas próprias a partir de dados da FRED.

1. Embora a curto prazo possam intensificar-se. Ver o Focus «Os fatores que estão por detrás do aumento da inflação na Zona Euro» nesta edição da *Informação Mensal*.
 2. A Zona Euro demorou oito anos a recuperar os níveis de emprego anteriores à crise.
 3. Ver Haldane, A. (2021). «Inflation: a tiger by the tail?».
 4. Recordemos que a inflação foi, historicamente, um modo de aliviar a carga da dívida dos governos. Ver o artigo «O que fazer perante grandes aumentos da dívida pública? Uma retrospectiva histórica» no Dossier da IM10/2020.

Relacionado com os bancos centrais, existe outro fator que poderá criar inflação de uma forma mais direta: a inflação é um fenómeno monetário e, como registámos no segundo gráfico, a massa monetária cresceu com força recentemente. Dois argumentos atenuam esta preocupação. Por um lado, a expansão monetária teve a intenção de atenuar o golpe da COVID-19 e os bancos centrais possuem as ferramentas para a retirar quando isso for necessário. Pelo outro, a relação entre os agregados monetários e a inflação é aplicada a médio e longo prazo mas é frágil a curto prazo⁵. De facto, a forte expansão monetária na Grande Recessão não resultou em aumentos da inflação⁶, no entanto, temos que interpretar esta última experiência histórica com prudência. A perda de tração do multiplicador monetário⁷ na Grande Recessão pode ser explicada pela crise financeira que a precedeu⁸. Por outro lado, o multiplicador poderá agora mostrar-se mais reativo, pois a crise atual não tem uma origem nem financeira nem económica tendo sido, além disso, a transmissão dos estímulos muito maior graças a uma ação convincente por parte das políticas monetária e fiscal. Por exemplo, nos EUA a política fiscal colocou dinheiro diretamente no bolso dos consumidores.

Oferta monetária: agregado M2



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE e da Reserva Federal dos EUA.

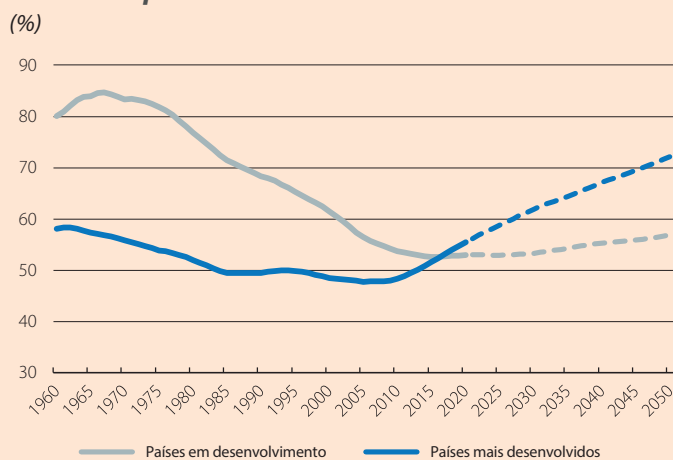
anos, a uma certa desglobalização⁹. Por outro lado, temos as dinâmicas demográficas¹⁰. Nas últimas décadas, a população mundial em idade ativa tornou-se relativamente abundante em relação ao resto. Esta relativa abundância, que terá contribuído para a menor sensibilidade da inflação à atividade no passado, parece que se inverterá no futuro com o envelhecimento das populações¹¹. Este envelhecimento já acontece há alguns anos nas economias avançadas embora sem exercer pressões inflacionistas. A chave é que a inflação se tem tornado num fenómeno mais global e, a partir dos próximos anos, espera-se que a reversão demográfica também ocorra nas grandes economias emergentes.

A inflação vai chegar?

A grande intensidade da crise da COVID-19 é propensa a manter uma sobrecarga de 'fragilidade cíclica' sobre a inflação, não apenas por uma recuperação que poderá demorar a ser completa, mas também porque a profundidade da crise poderá deixar sequelas «psicológicas» de outro tipo que afetem o crescimento da atividade, dos salários e da inflação. No entanto, o mundo mudou com a COVID-19 e existem forças que poderão estimular pressões de subida de preços. A política monetária tem, sem dúvida, os instrumentos para estancar a inflação, mas, num ambiente extremamente incerto, os bancos centrais poderão deparar-se com situações complexas de gerir para encontrarem um equilíbrio entre assegurar esse estancamento e evitar ajustamentos bruscos das condições financeiras.

Somado a estas sequelas da COVID-19, poderá ocorrer no futuro uma reversão de dois obstáculos deflacionistas. Por um lado, a pandemia provocou um colapso do comércio mundial e, ao congelar as cadeias de fornecimento global, colocou em evidência alguns custos da fragmentação e da deslocalização dos processos produtivos. Isto poderá levar a cadeias de valor mais curtas e, aliado aos impulsos protecionistas dos últimos

Taxa de dependência no mundo *



Nota: * Rácio entre a população em idade não ativa (dos 0 aos 14 anos e maiores de 64 anos) e a população em idade ativa (dos 15 aos 64 anos).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados e previsões das Nações Unidas.

5. Ver o artigo «Breve história da inflação como fenómeno monetário» no Dossier da IM05/2016.

6. Não criaram fortes pressões no cabaz de consumo do IPC, mas na última década houve um forte crescimento de preços entre ativos financeiros e imobiliários.

7. Ou seja, a ausência de pressões inflacionistas apesar de uma forte expansão monetária.

8. O maior aperto da regulação financeira poderá também ter contribuído para fragilizar o multiplicador monetário, tal como argumenta Gersbach, H. (2021). «Another disinflationary force vanishes: The tightening of bank equity capital regulation». VOX EU.

9. Ver o artigo «Como a COVID-19 mudará a nossa forma de produzir» no Dossier da IM05/2020.

10. Ver Goodhart, C. e Pradhan, M. (2020). «The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival». Palgrave Macmillan.

11. Um prolongamento das vidas ativas diminuiria esta força demográfica.

A sombra do domínio fiscal

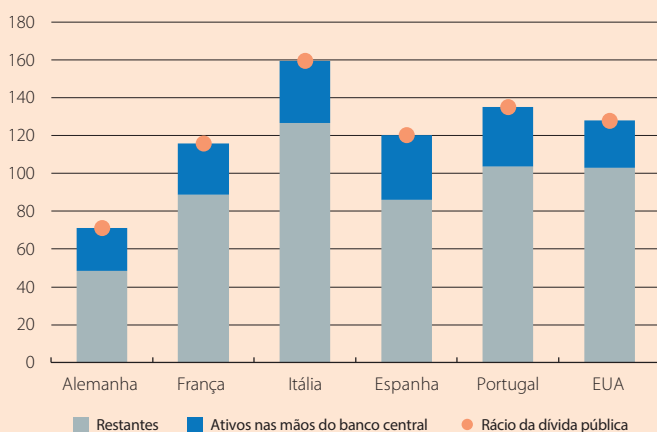
Perante uma crise económica tão severa como a crise da COVID-19, era necessário e inevitável que todas as esferas da política económica atuassem de uma forma coordenada e convincente¹. No entanto, a pressão sobre as ferramentas de apoio e de estímulo não terminará com o fim da COVID-19. Como veremos a seguir, quando a pandemia for ultrapassada, a própria necessidade de atuar convincentemente a partir das áreas monetária e fiscal deixará sequelas que, dependendo de como forem geridas, poderão condicionar no futuro o bom funcionamento da política económica.

Perante quedas inusuais da atividade, a política fiscal respondeu com medidas de despesa direta e de liquidez para além dos estabilizadores automáticos, a fim de proteger a procura e o tecido produtivo das nossas economias, medidas essas que inevitavelmente trouxeram consigo um aumento da dívida pública (ver o primeiro gráfico)². Por sua vez, a política monetária fez ancorar um ambiente de baixas taxas de juro e iniciou um forte programa de compras de dívida com o qual, indiretamente, deu cobertura a esta expansão fiscal e acalmou receios sobre a sustentabilidade da dívida.

Esta resposta atenuou com sucesso o golpe sobre a saúde financeira das famílias e das empresas, mas deixará uma herança na forma de uma elevada dívida pública. Além disso, como resultado da compra de ativos empreendida pela política monetária, a COVID-19 tornou os bancos centrais num dos principais detentores de títulos de dívida pública (ver o segundo gráfico). Como é natural, por enquanto a política económica continua muito centrada em manter os estímulos para facilitar a reativação da atividade, mas o aumento da dívida pública nas mãos dos bancos centrais acarreta riscos a médio e longo prazo. Assim o ilustra o facto de já existirem algumas vozes que propõem que o BCE cancele a dívida pública que detém no seu balanço³.

Rácios da dívida pública em 2020

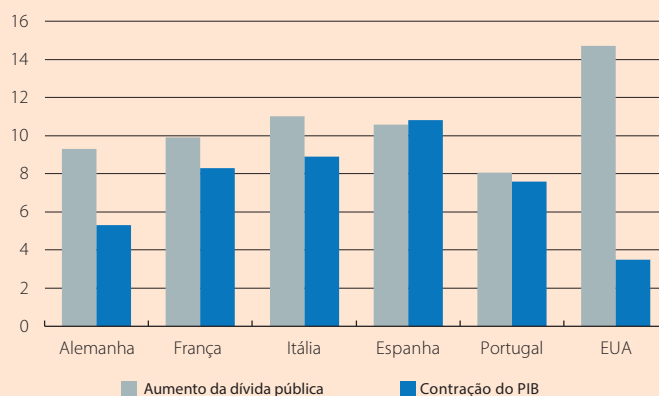
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias e dos dados e previsões da Comissão Europeia, do Eurostat, do BCE e da FRED.

Aumento da dívida pública e contração do PIB em 2020

(p. p. do PIB de 2019)



Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias e dos dados e previsões da Comissão Europeia, do Eurostat e da FRED.

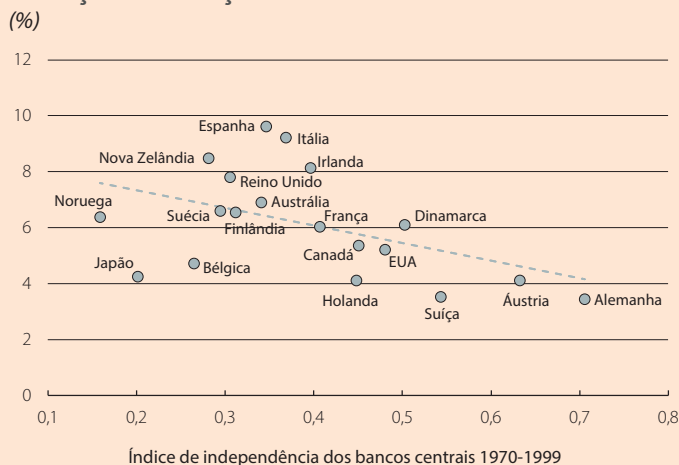
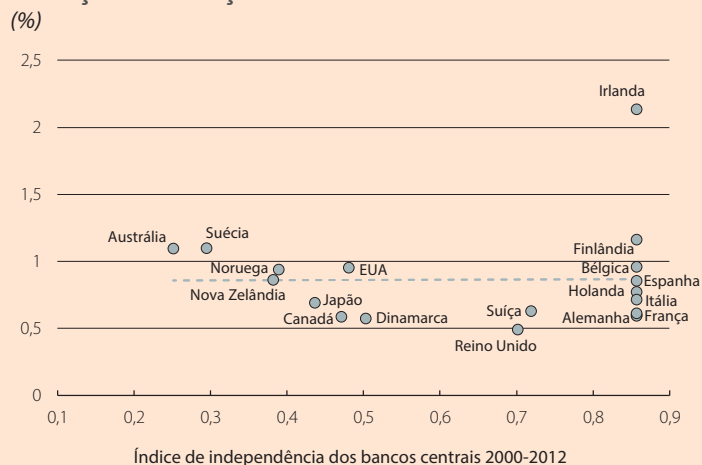
Um dos grandes riscos recai sobre a independência dos bancos centrais. É o denominado risco da dominância fiscal, ou seja, o risco de que a situação fiscal das economias pressione para que o banco central se desvie dos seus objetivos, o que colocaria em perigo a estabilidade de preços.

Ao influenciar as taxas de juro e assim o custo da dívida e os défices públicos, qualquer ação da política monetária tem consequências fiscais e estas acentuam-se atualmente com contas públicas sob pressão e com os bancos centrais como grandes detentores de dívida. Assim, a dívida herdada da COVID-19 deixa-nos numa situação na qual poderá ser mais tentador exercer pressões políticas para que o banco central tolere uma maior inflação (o que reduziria o valor nominal da dívida) ou exerça repressão financeira (ou seja, que mantenha os custos de financiamento artificialmente baixos para facilitar a que os governos financiem a sua dívida).

1. Analisamos a importância da resposta ser coordenada em todos os níveis, no artigo «Políticas económicas face à COVID-19: serão superados os limites do impossível?» do Dossier na IM05/2020.

2. A dívida ajuda a atenuar o impacto da queda nas receitas das famílias e das empresas: endividar-se consiste em cortar esta queda excepcional em partes mais pequenas e distribuí-las ao longo do tempo. Além disso, é o setor público quem tem a capacidade de mobilizar mais recursos, a menor custo e com dívida com um vencimento de prazo mais longo.

3. Piketty, T. et al. (2021). *Anular a dívida pública mantida pelo BCE para que o nosso destino volte a estar nas nossas mãos*. Artigo de opinião publicado no jornal *El País*.

Variação da inflação 1970-1999**Variação da inflação 2000-2012**

Nota: A variação da inflação é calculada com um desvio padrão móvel com uma janela de cinco anos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Garriga (2016).

Esta possível fonte de conflitos entre as autoridades fiscal e monetária evidencia a importância de termos um sistema institucional forte. Ou seja, é fundamental termos instituições robustas que permitam que a política fiscal e a monetária trabalhem lado a lado quando o cenário o exigir (se não tivesse sido assim, agora mesmo certamente que nos encontraríamos com uma economia muito mais deteriorada pela pandemia), mas que, ao mesmo tempo, permita que os caminhos destas duas políticas se distanciem quando chegar o momento.

Por outras palavras, a coordenação entre políticas fiscais e monetárias deverá ser o resultado de ambas exercerem, de uma forma independente, os seus mandatos. Este é um princípio fundamental para o bom funcionamento das economias, mas não o podemos considerar garantido. Poder-se-á ver facilmente comprometido pelo simples facto, já mencionado, de que qualquer ação monetária possui consequências fiscais. As hiperinflações europeias do século XX e as experiências mais recentes, como a da Venezuela, não deixam lugar a dúvidas: quando as instituições são frágeis e a política fiscal força o banco central a transformar em dinheiro os défices públicos de uma forma recorrente, isto acaba por conduzir a um grande aumento da inflação e costuma terminar com um colapso da economia, não sendo necessário voltar a casos tão extremos para salientar a importância de instituições robustas e de uma política monetária independente. Como mostra o último gráfico e como demonstramos de forma exaustiva noutro artigo deste mesmo Dossier⁴, nos últimos 50 anos a maior qualidade institucional dos bancos centrais resultou num melhor desempenho económico.

4. Ver «A independência dos bancos centrais: da teoria à prática».

A independência dos bancos centrais: da teoria à prática

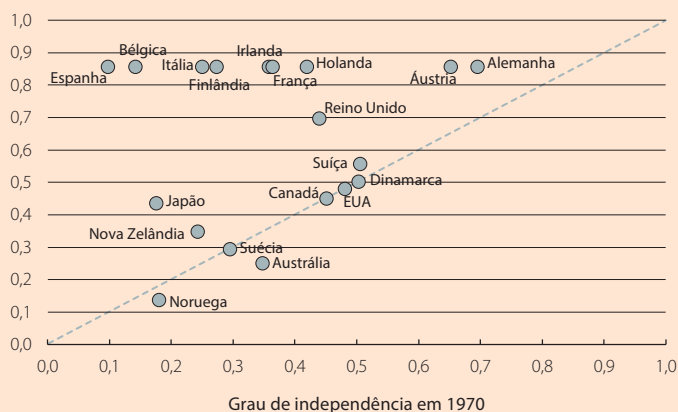
A independência dos bancos centrais parece incontestável, mais ainda nestes tempos de pandemia nos quais aumentaram as suas políticas não convencionais e deram cobertura às elevadas necessidades de financiamento dos estados. Neste artigo exploraremos teórica e empiricamente a importância dos bancos centrais em conservarem a sua independência.

A teoria: o que entendemos por independência e porque é tão importante?

A independência dos bancos centrais é um conceito mais complexo do que parece. De facto, ela abrange três dimensões: i) a independência dos seus membros, que não é nada mais nada menos que os limites impostos aos políticos para não influenciarem na composição do Conselho Diretivo do banco central nem nas suas decisões; ii) a independência financeira, ou seja, a autonomia dos bancos centrais para poderem gerir as suas operações e não ficarem cativos de decisões dos governos, e, finalmente, iii) a independência nas políticas, ou os poderes do banco central para formular e executar a sua política monetária, para o que precisa de não se ver obrigado, entre outras coisas, a financiar as despesas do Governo e poder fixar os seus objetivos ou instrumentos (por exemplo, o BCE fixa as metas na Zona Euro, enquanto no Reino Unido é o Parlamento que os fixa, sendo que nos dois casos existe autonomia na utilização dos instrumentos). Em função destas três dimensões, podemos dar uma visão de conjunto se um banco central é mais ou menos independente.

Evolução da independência dos bancos centrais

Grau de independência em 1999

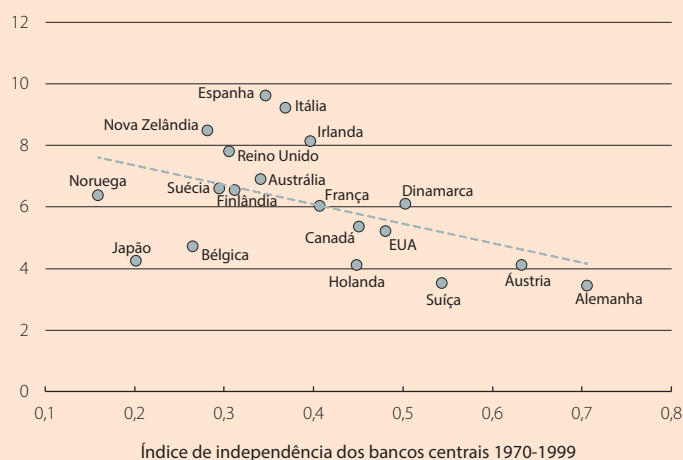


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do índice elaborado por Garriga (2016).

estas instituições estabelecem no mundo inteiro¹. O índice aumentou, de uma forma importante, nas economias avançadas entre 1970 e finais dos anos noventa quando o regime de independência já se tinha consolidado. Embora após a Grande Recessão o índice não tenha recuado, indicadores mais qualitativos mostram um aumento considerável das interferências políticas em 2010-2018², uma sombra que continua a pairar no complicado contexto das finanças públicas resultante da COVID-19.

Inflação 1970-1999

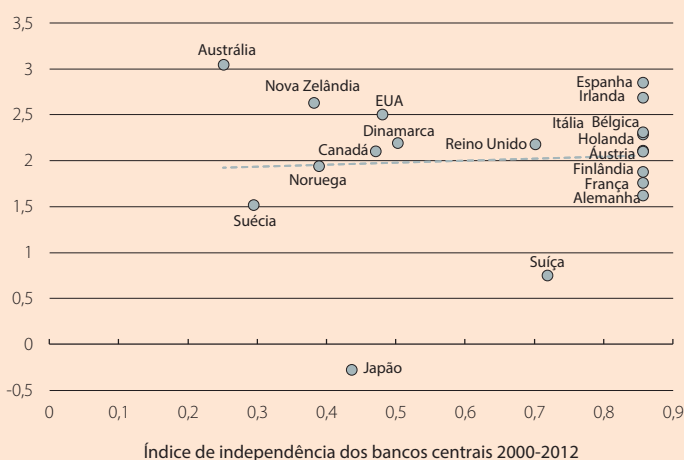
(%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Garriga (2016).

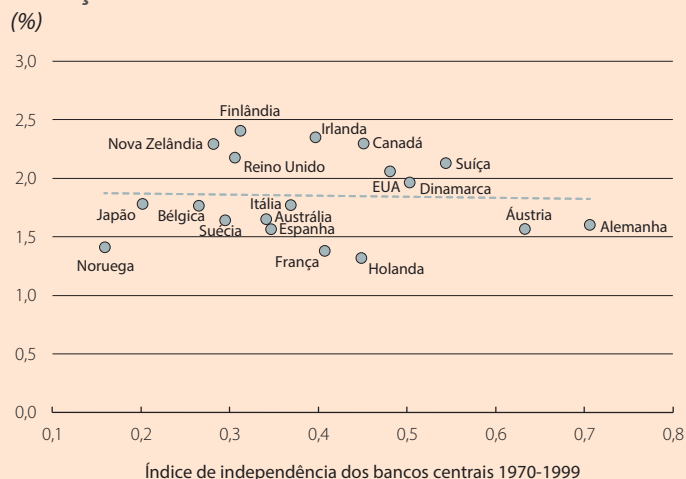
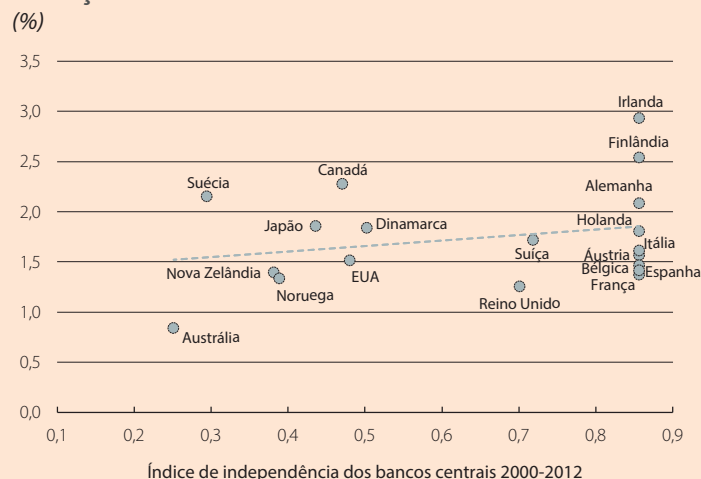
Inflação 2000-2012

(%)



1. Ver Garriga, A. C. (2016). «Central bank independence in the world: A new data set». *International Interactions*, 42 (5), 849-868.

2. Ver Vonessen, B. et al. (2020). «The case for central bank independence: a review of key issues in the international debate». *ECB Occasional Paper* (2020248).

Variação do crescimento do PIB 1970-1999**Variação do crescimento do PIB 2000-2012**

Nota: A variabilidade do crescimento do PIB é calculada com um desvio padrão móvel com uma janela de cinco anos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Garriga (2016).

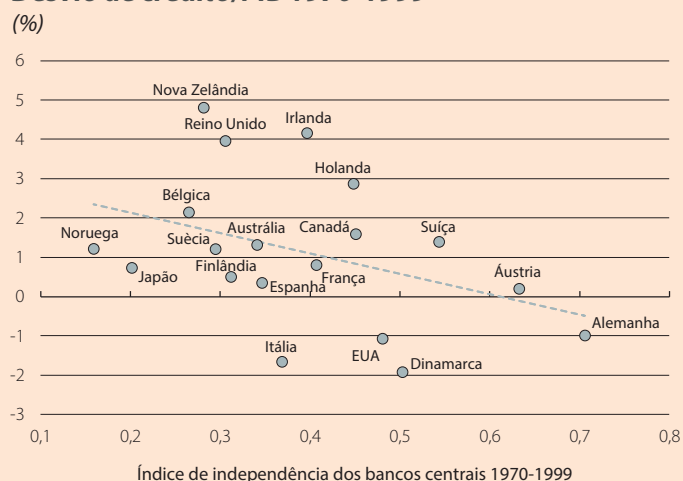
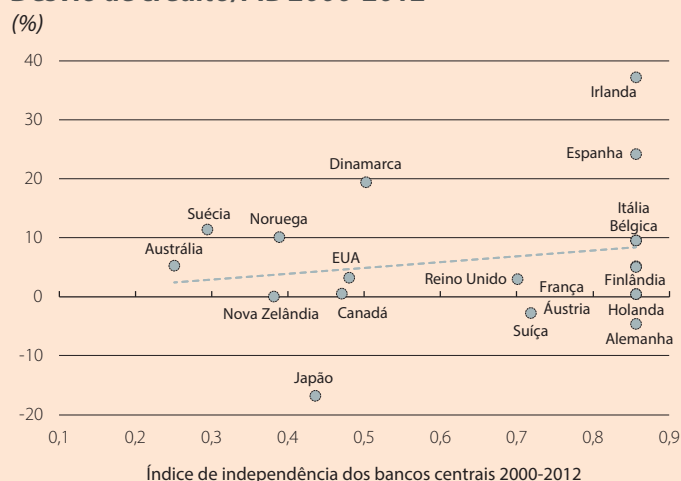
Este processo de fortalecimento da independência surgiu devido à preocupação originada pela elevada inflação entre finais dos anos sessenta até aos anos oitenta e pelo consenso sobre o facto de que qualquer banco central independente com um objetivo muito bem delimitado – a estabilidade de preços – poderá reduzir os níveis de inflação sem o fazer à custa da desestabilização do PIB. Na Zona Euro, a criação do BCE em 1998 para liderar uma política monetária comum permitiu completar a convergência para um modelo de independência como o alemão (o Bundesbank foi uma das poucas exceções que mostrava já um grau elevado de independência no pós-guerra, em boa parte porque a terrível lembrança do episódio de hiperinflação dos anos vinte estava ainda bem presente na memória do povo alemão).

Um dos principais argumentos para a independência dos bancos centrais é de inconsistência temporal: um banco central de curto prazo que, por exemplo, decide de acordo com um horizonte eleitoral, tem incentivos para levar a cabo uma política de expansão com o objetivo de estimular o crescimento a curto prazo, embora isso pressuponha a perda de credibilidade e uma revisão em alta das expectativas de inflação a médio e longo prazo. Por esta razão é vital ampliar o horizonte de decisão dos bancos centrais e, em particular, diferenciá-los dos horizontes eleitorais que ditam em grande medida as decisões dos governos. Para que qualquer banco central possa manter contidas e estáveis as expectativas de inflação, ele deverá ser credível, estando essa credibilidade ligada muito estreitamente ao seu horizonte de decisão. Por isso, frequentemente, as nomeações nos bancos centrais possuem horizontes temporários longos – oito anos na Comissão Executiva do BCE – e estão desvinculados do ciclo político. A credibilidade também se atinge através de nomeações de pessoas que se destaquem pelos seus conhecimentos técnicos sobre política monetária. É também importante que esses gestores formem uma «comunidade epistémica», ou seja, um grupo de pessoas que partilhem uma mesma linguagem e uma maneira semelhante de ver o mundo, tendo em vista fortalecerem a credibilidade e consistência das suas decisões.

A prática: são observados os benefícios da independência dos bancos centrais?

A teoria é clara, mas os dados sustentam os benefícios dessa independência? Utilizando o mencionado índice de independência dos bancos centrais, exploramos se, efetivamente, o fortalecimento da independência do banco central permite reduzir os níveis de inflação sem gerar volatilidade no crescimento do PIB. Efetuamos este exercício em dois períodos muito diferentes: 1970-1999, período em que ocorreu a transição de alguns bancos centrais pouco independentes para muito independentes e 2000-2012 (último dado disponível do índice), quando o novo regime estava já plenamente consolidado.

Os resultados mostram que entre 1970-1999 as economias avançadas com bancos centrais mais independentes conseguiram conter melhor a inflação. A dimensão é elevada: segundo o modelo estatístico – que controla por outras variáveis macroeconómicas relevantes –, se a Itália (país com uma independência baixa, de 0,37 em 1) tivesse conseguido aumentar a independência do seu banco central para os níveis da Alemanha (a quinta-essência da independência neste período, com um índice de 0,71 em 1), teria podido reduzir o seu nível médio de inflação em mais de 1,5 p.p. Estes resultados asseguram empiricamente a importância da preservação da independência dos bancos centrais, embora tenhamos que ser cautelosos ao interpretarmos esta relação, dado que ela não tem em conta outros fenómenos paralelos – como a globalização ou as alterações tecnológicas – que também contribuíram para que a inflação descesse.

Desvio de crédito/PIB 1970-1999**Desvio de crédito/PIB 2000-2012**

Nota: O desvio de crédito/PIB é o desvio do rácio da dívida privada não financeira e do PIB relativamente à sua evolução tendencial.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Pagamentos Internacionais e de Garriga (2016).

No terceiro gráfico é possível observar a falta de relação estatística entre a variabilidade do crescimento do PIB e a independência do banco central, o que é tranquilizador ao sugerir que a independência do banco central ajudou a conter a inflação sem aumentar a volatilidade do PIB.

Finalmente, um aspeto menos estudado é o impacto que a independência do banco central poderá ter nas variáveis macrofinanceiras. Com vista a esclarecer um pouco mais, estudamos a relação entre o desvio do crédito – o desvio do crédito privado não financeiro relativamente à sua tendência – e o índice de independência no período de 1970-1999. Os resultados mostram uma relação estatisticamente significativa e na direção desejada. Uma maior independência do banco central permitiu reduzir desvios positivos de crédito – desvios excessivos do crédito acima da sua tendência –. Logicamente, as vantagens de existir um banco central independente também podem ser extrapoladas para os organismos que regulam e supervisionam a estabilidade financeira. Um estudo recente mostra que as economias que nos últimos 20 anos aumentaram a independência nestes organismos reduziram a taxa de empréstimos em incumprimento sem diminuírem a eficiência do seu sistema financeiro³.

Definitivamente, a nossa pequena incursão empírica sugere que as bondades da independência dos bancos centrais não são apenas uma quimera teórica. No quadro atual da COVID-19, os bancos centrais aumentaram o seu protagonismo para oferecerem um apoio imprescindível, mantendo baixas as taxas de juro e assegurando a liquidez. Neste contexto especialmente delicado, torna-se assim imprescindível que os gestores da política monetária preservem a sua independência e a sua autonomia de ação – algo não incompatível com a prestação de contas – para continuarem a tomar decisões tendo em vista o futuro e que a necessária coordenação entre política fiscal e monetária seja o resultado de decisões livres e independentes.

3. Ver Fraccaroli, N., Sowerbutts, R. e Whitworth, A. (2020). «Does regulatory and supervisory independence affect financial stability?» Documento de Trabalho 893 do Banco da Inglaterra.

Bancos centrais e moedas digitais: um enorme desafio e não isento de dificuldades

Quando pensamos nos principais desafios dos bancos centrais a médio prazo, não temos outra alternativa que não seja falarmos de moedas digitais e mais especificamente da possibilidade dos bancos centrais emitirem uma moeda digital própria (as denominadas MDBC). Em que fase nos encontramos atualmente? Serão as MDBC uma opção que abre caminho e, em caso afirmativo, como deverão ser desenhadas?

Estas perguntas são atualmente muito pertinentes. É que muita coisa aconteceu desde os nossos últimos artigos da *Informação Mensal* dedicados a este assunto¹. Neste ano e meio ocorreram dois factos muito relevantes para o assunto que nos ocupa.

Primeiro, os bancos centrais assimilaram que as criptomoedas privadas como a libra podem ser uma realidade e que, se o seu uso se estender amplamente, afetariam a capacidade do banco central de influenciar a oferta monetária e as taxas de juro². Segundo, a pandemia pode ter acelerado a tendência de utilizar menos numerário. Não é por acaso que, de acordo com um estudo recente do BCE, 41% dos inquiridos afirmam ter utilizado menos numerário durante a pandemia e que a vasta maioria deles esperam continuar a fazer pagamentos cada vez menos em dinheiro uma vez superada a pandemia³. Um terceiro fator a considerar é que se deste cenário emergir um impulso importante das MDBC noutras jurisdições, muitos bancos centrais planearão emitir também a sua própria MDBC para que a sua moeda não perca terreno.

Os bancos centrais aceleram a evidência

A mensagem deste artigo é clara: neste contexto tão alterável, os bancos centrais deram um importante passo em frente no último ano e meio e contemplam atualmente seriamente a possibilidade de emitirem, no futuro, uma moeda digital.

Alguns números são ilustrativos da mudança. Segundo um estudo do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS - Bank for International Settlements)⁴, em 2020 60% dos bancos centrais estavam a fazer experiências com moedas digitais (42% em 2019) e 14% já estavam a desenvolver moedas-piloto (a meta-de em 2019).

Por outro lado, fizemos um exercício de análise textual da tendência dos discursos sobre moedas digitais do BCE e dos principais bancos centrais da Zona Euro entre 2017 e 2020. Verificamos que ocorreu uma melhoria significativa da tendência ao longo destes anos (ver o primeiro gráfico).

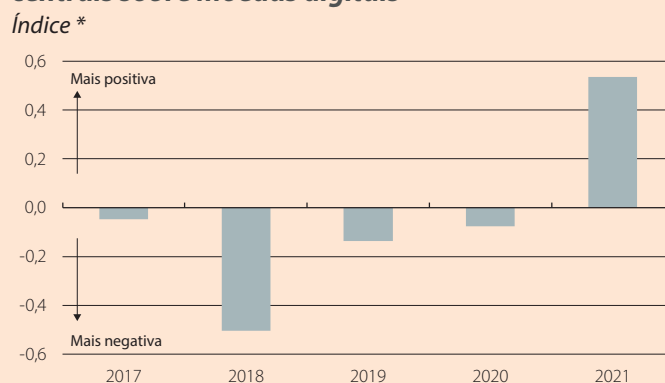
Esta alteração nas perceções dos bancos centrais é muito significativa, se bem que convém esclarecer que isto não significa que os principais bancos centrais irão emitir moedas digitais a curto prazo. De facto, 60% dos bancos centrais veem como improvável emitir MDBC a curto e médio prazo.

Desafios aquando da conceção de uma MDBC e cenários mais prováveis

Atualmente, o BCE e a restante maioria dos bancos centrais das economias avançadas estão a analisar, de forma muito rigorosa, os prós e contras das MDBC e como concebê-las de uma forma ótima.

Os dois principais motivos defendidos pelos bancos centrais dos países avançados para emitirem eventualmente MDBC são o reforço do sistema de pagamentos com novos instrumentos ágeis e digitais e compensarem a menor utilização do dinheiro com um novo tipo de moeda livre de risco emitida pelos bancos centrais que seja fácil de usar – e que seja uma alternativa ao dinheiro se ocorrerem disrupções nas infraestruturas de pagamentos digitais existentes –. Neste sentido, para que esta seja uma alterna-

Zona Euro: tendência dos discursos dos bancos centrais sobre moedas digitais



Notas: * São analisados 28 discursos de moedas digitais neste período do BCE e dos principais bancos centrais europeus. O índice mede a percentagem de palavras positivas sobre o total de palavras positivas e negativas (é padronizado subtraindo a média e dividindo pelo desvio padrão) a partir de uma análise textual.

Fonte: BPI Research.

1. Ver os artigos do Dossier na IM10/2019.

2. Ver o argumento em detalhe o artigo «A política e-monetária da nova economia digital» no Dossier da IM10/2019.

3. Ver BCE (2020). «Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)». Dezembro.

4. Ver Boar, C. e Wehrli, A. (2021). «Ready, steady, go? Results of the third BIS survey on central bank digital currency». BIS Papers n.º 114.

tiva atrativa ao dinheiro, deverá ser fácil de utilizar pela maioria da população, por exemplo com porta-moedas digitais, e cobrir um amplo espectro de utilizações relevantes. Por outro lado, predominam motivos de inclusão financeira nas economias emergentes. Um caso paradigmático é a moeda digital emitida nas Bahamas para facilitar a inclusão financeira de um país de 390.000 habitantes espalhados por 30 ilhas, muitas delas remotas.

Falando de emergentes, a China merece uma menção de destaque neste artigo, pois é um dos países com uma moeda-piloto mais avançada. Em 2020 começou a experimentar a utilização de uma moeda digital de uso generalista em quatro cidades, entre elas a dinâmica Shenzhen, sendo de esperar que o teste chegue a Pequim em 2021. Embora ainda não exista uma data específica para uma emissão definitiva à escala nacional, as autoridades monetárias chinesas mostraram-se favoráveis às MDDB. Se esta situação se acabar por materializar, terá implicações de longo curso sobre a utilização do dinheiro numa sociedade muito digitalizada e sobre a diversificação do sistema de pagamentos com telemóveis, atualmente dominado por duas empresas – a Alipay e a WeChat Pay – que abrangem 94% deste mercado.

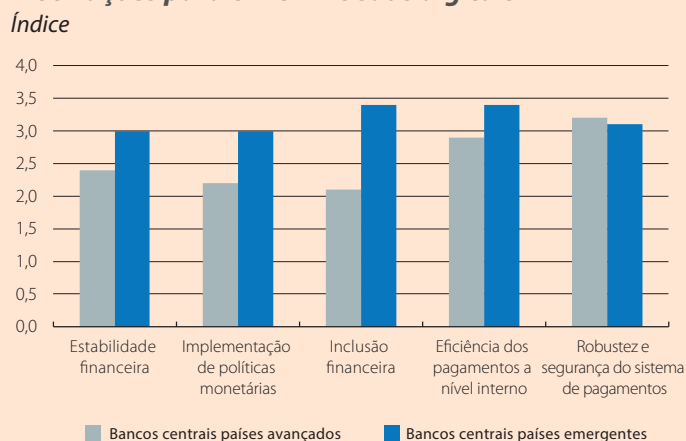
A nível europeu, o BCE emitiu em outubro do ano passado um relatório detalhado⁵ que lança algumas pistas sobre que tipo de MDDB consideraria desejável. Especificamente, tratar-se-ia de uma moeda digital alternativa ao dinheiro, mas que não pretende anulá-lo por completo. O banco central seria o emissor e esta moeda encontrar-se-ia no seu balanço, mas um conjunto de instituições privadas encarregar-se-ia da interação com o cliente e da inovação (o candidato natural seriam os bancos comerciais). Após ter realizado um processo público de consultas para solicitar opiniões sobre um possível «euro digital», espera-se que ao longo de 2021 o BCE decida oficialmente se começa a dar passos formais para a emissão do euro digital⁶.

O principal risco a ter em conta é o impacto que as MDDB possam ter sobre o custo do crédito e sobre a estabilidade financeira se forem entendidas como substitutivas não apenas do dinheiro mas também dos depósitos. Se fosse este o caso, a descida do volume de depósitos tenderia a encarecer o crédito e em tempos de incerteza poderiam também ocorrer fugas de depósitos para as MDDB, o que poderia dar lugar a episódios de instabilidade financeira. O BCE está consciente dos riscos e algumas ideias que sugeriu para os atenuar são: limitar os saldos que se podem ter em euros digitais⁷, oferecer uma remuneração escalonada que seja menos atraente a partir de um certo limite para desincentivar que se transforme numa ferramenta de investimento ou limitar também o montante dos pagamentos que podem ser feitos com as MDDB, por transação ou num determinado período. Contudo, não existem receitas definitivas para abordar estes riscos.

Finalmente, sobre o anonimato, parece que o BCE e os restantes bancos centrais avançados defenderiam oferecer um certo grau de privacidade que permitisse à moeda digital ser, em certa medida, equiparável ao dinheiro, embora com limites dos valores para cumprir o quadro normativo de prevenção do branqueamento de capitais e de financiamento ao terrorismo e evitar fluxos excessivos de capital.

Um último desafio não menor das MDDB é a possibilidade de implicarem problemas de coordenação e imporem externalidades noutras economias, especialmente se uma destas moedas se tornar predominante a nível global. Apesar do formidável desafio que isto representa, é bastante estimulante comprovar que, sob a proteção do BIS, os principais bancos centrais das economias avançadas estão comprometidos a que exista uma arquitetura coordenada de pagamentos digitais na qual estas moedas sejam concebidas principalmente para uso interno. Logicamente, esta última situação deveria ser conseguida sem ser prejudicial ao facto das MDDB poderem ser usadas para pagamentos internacionais e daí a importância de garantir a interoperacionalidade das várias moedas digitais, uma interoperacionalidade que hoje em dia já existe dentro da Zona Euro, mas não entre os sistemas de pagamentos das várias zonas monetárias.

Motivações para emitir moedas digitais



Nota: O índice toma valores discretos entre 1 («não muito importante»), 2 («algo importante»), 3 («importante») e 4 («muito importante»).

Fonte: Inquérito do BIS analisado em Boar, C. e Wehrli, A. (2021). «Ready, steady, go? - Results of the third BIS survey on central bank digital currency». BIS Papers, n.º 14.

5. Ver BCE (2020). «Report on a digital euro», outubro.

6. Fabio Panetta, do Conselho de Governo, declarou em fevereiro que o projeto demoraria cerca de quatro ou cinco anos a estar pronto.

7. Fabio Panetta, membro do BCE, sugeriu fixar o limite em 3.000 euros. Se todos os cidadãos da Zona Euro esgotassem essa quantidade, estaríamos a falar de uma quantidade muito elevada: 1 bilião de euros, praticamente a totalidade do PIB espanhol.

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., 2021

© CaixaBank, S.A., 2021

Design e produção: www.cegeglobal.com

