

IM06

INFORMAÇÃO MENSAL
JUNHO 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
A abordagem holística do BCE

ECONOMIA INTERNACIONAL
*Riscos de sobreaquecimento nos EUA
e consequências para a Zona Euro*

ECONOMIA PORTUGUESA
*Contas externas com sinais vitais
tranquilizadores*

ECONOMIA ESPANHOLA
*A substituição do numerário pelo cartão
como meio de pagamento durante a
pandemia*

DOSSIER: O IMPACTO FINANCEIRO DAS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS

*Conhecendo os riscos climáticos
e o seu impacto no setor financeiro*

*Bancos centrais e alterações climáticas:
entre atuar e não atuar*

*Alterações climáticas e mercados
financeiros*

INFORMAÇÃO MENSAL

Junho 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:

3 de junho de 2021

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A abordagem holística do BCE*

11 *Nos mercados financeiros movem-se dinheiro, títulos e... sentimentos*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

17 *Saneamento público e imposto sobre as sociedades em debate*

19 *Riscos de sobreaquecimento nos EUA e consequências para a Zona Euro*

23 ECONOMIA PORTUGUESA

25 *Contas externas com sinais vitais tranquilizadores*

28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *A substituição do numerário pelo cartão como meio de pagamento durante a pandemia*

32 *A elevada dívida pública espanhola: perspetivas e alavancas para uma boa digestão*

35 DOSSIER: O IMPACTO FINANCEIRO DAS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS

35 *Conhecendo os riscos climáticos e o seu impacto no setor financeiro*

37 *Bancos centrais e alterações climáticas: entre atuar e não atuar*

40 *Alterações climáticas e mercados financeiros*

Temos de falar de inflação

Os últimos meses caracterizaram-se pela aceleração das campanhas de vacinação, pela melhoria da confiança e pelo aumento da mobilidade. Tudo isto se está a refletir numa recuperação generalizada da procura mundial, aproveitando quer a existência de condições financeiras muito favoráveis quer o apoio dos estímulos fiscais e a poupança acumulada. Em condições normais, a flexibilidade que as cadeias de valor fornecem à oferta global permitiria satisfazer esse aumento da procura sem atritos excessivos. Após um ano de encerramento e restrições, com pouca visibilidade para as empresas, existe a preocupação que nem os níveis de existências nem as cadeias logísticas possam estar o suficientemente “engrenadas” para responderem com rapidez ao que está a ser a maior subida da despesa pública e privada dos últimos 15 anos.

Portanto, todas as boas notícias no âmbito da atividade estão a ser acompanhadas por sinais de pressões ascendentes na inflação, o melhor termómetro no momento de refletir os desajustamentos entre a oferta e a procura. É certo que, por enquanto, as tensões estão muito localizadas no âmbito das matérias-primas, enquanto as leituras mais tendenciais de preços estão longe de níveis preocupantes, o que deixa transparecer que boa parte da subida se deve a fatores transitórios que deverão ir desaparecendo na segunda metade do ano. No entanto, quando a taxa de inflação já se situou em 4,2% nos EUA (com o risco de tocar os 5% este verão, pela primeira vez desde 2008) e em 2,4% na Alemanha, é normal que os investidores comecem a mostrar algum nervosismo, sobretudo porque os preços de produção refletem já o encarecimento nas primeiras fases das cadeias de valor, quer nos EUA (6,1%) quer na Europa (7,6%), como era de esperar, pela escassez de produtos como os semicondutores, essenciais como *inputs* em muitos setores. No entanto, o mais inquietante são alguns estrangulamentos que foram detetados no mercado de trabalho. Por exemplo, no último ISM do setor industrial nos EUA, os empresários afirmaram que as dificuldades em contratar trabalhadores são a sua principal fonte de preocupação a curto prazo (mais que a pandemia), apesar de ainda faltar recuperar quase um terço do emprego perdido nos EUA (8 milhões de postos de trabalho). Estando conscientes que as distorções causadas na oferta de trabalho pelas generosas ajudas governamentais ou pelo encerramento das escolas deverão diluir com o passar do tempo, não devemos descartar que a pandemia esteja a provocar efeitos duradouros sobre a flexibilidade da oferta de trabalho.

Queríamos mais inflação e já a temos, mas como nos lembra o velho provérbio chinês, «tem cuidado com o que desejas porque isso poderá tornar-se realidade». Por enquanto, a boa notícia é que, após o aumento da inclinação da curva de taxas de juro que ocorreu no início do ano nos EUA, os mercados estão a reagir com muita tranquilidade, sem praticamente alterações nas expectativas de evolução das taxas de juro, ou seja, apesar dos bancos centrais estarem a combater durante quase uma década um inimigo muito diferente (a deflação), os mercados continuam a confiar na sua capacidade para se anteciparem caso o risco de reaquecimento económico aumente, uma antecipação que limitaria os efeitos que as surpresas em termos de aumento dos preços possam ter nas expectativas de taxas de juro e na rentabilidade da dívida a longo prazo. Por enquanto, existe ainda margem a partir das rentabilidades atuais das obrigações americanas (1,6%) até à zona que poderá provocar turbulências.

Definitivamente, embora previsto, o aumento da inflação está a causar desconforto pelos elevados níveis alcançados e pelo risco de persistência na zona atual durante um tempo superior ao assimilável sem sobressaltos pelos investidores. No nosso caso, continuamos à espera de uma queda gradual a partir do verão, embora vejamos mais risco na evolução dos preços nos EUA que na Europa. No entanto, não tomamos como dado adquirido que os fatores estruturais que moderaram a inflação nas últimas décadas (globalização, envelhecimento da população, etc.) irão travar automaticamente qualquer sinal de subida nos preços em circunstâncias tão especiais como as atuais. Em termos conjunturais, nunca a política económica tinha tido uma tendência tão expansiva quando o ciclo económico já está a recuperar e, além disso, aproximam-se alterações (ajustamento das cadeias de valor para reduzir a sua fragilidade, aumentos da fiscalidade empresarial, etc.) que podem ter efeitos no processo de fixação de preços. A chave é se, como pensam muitos economistas (entre eles, Paul Krugman), nos encontramos perante uma economia que simplesmente está a patinar ao tentar passar de 0 a 100 em pouco tempo e que, portanto, pela inércia recuperará a estabilidade com facilidade, ou pelo contrário, como opina outra parte da academia (Summers, etc.), o reaquecimento provocado por uma política de procura excessivamente expansiva pode testar a solidez do motor económico. Em qualquer caso, o que parece evidente é que este vai ser o assunto a seguir durante os próximos meses.

Cronologia

MAIO 2021

- 10 Nova crise entre Israel e o Hamas, com ataques em Israel e na Faixa de Gaza durante duas semanas. O cessar-fogo foi estabelecido no final do mês.
- 19 A UE abre as fronteiras aos turistas vacinados com as doses completas.
- 20 Cimeira Mundial da Saúde organizada pelo G-20 e pela UE na qual é apoiada uma maior produção e distribuição de vacinas aos países pobres.

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 protesto pelos resultados eleitorais.

ABRIL 2021

- 1 A OPEP e os seus parceiros aprovam um aumento gradual da produção de petróleo para maio, junho e julho de 2021.
- 22 Portugal apresenta o seu Plano de Recuperação à Comissão Europeia para acesso aos fundos NGEU.
- 27 O Parlamento europeu aprova definitivamente o acordo para a nova relação entre a UE e o Reino Unido, que já tinha entrado em vigor no passado mês de janeiro.

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.

Agenda

JUNHO 2021

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 10 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 11 Espanha: *rating* Fitch.
Portugal: volume de negócios nos serviços (abril).
- 14 Portugal: atividade turística (abril).
- 15-16 Comité Monetário da Fed.
- 17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
- 23 Portugal: preços da habitação (1T).
- 24 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: taxa de poupança das famílias (1T).
- 24-25 Conselho Europeu.
- 29 Espanha: previsão do IPC (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 30 Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Espanha: execução orçamental do Estado (maio).
Portugal: emprego e desemprego (maio).
Portugal: taxa de incumprimento (1T).

JULHO 2021

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 8 Portugal: volume de negócios na indústria (maio).
- 9 Portugal: comércio internacional (maio).
- 12 Espanha: contas financeiras (1T).
- 15 Portugal: atividade turística (maio).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 27 Portugal: crédito ao setor privado não financeiro (junho).
- 27-28 Comité Monetário da Fed.
- 29 Espanha: inquérito à população ativa (2T).
Espanha: IPC preliminar (julho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA: PIB (2T).
- 30 Espanha: PIB preliminar (2T).
Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
Portugal: PIB preliminar (2T).
Zona Euro: PIB (2T).

Recuperação ou reconstrução?

«No final do túnel». Com este título abríamos a *Informação Mensal* de novembro de 2009. Referíamos: «após vários e longos trimestres de recessão, os dois principais protagonistas da economia mundial, os EUA e a Zona Euro, registaram crescimentos da atividade». Centrâmo-nos em descrever a capacidade de recuperação do consumo, do investimento e do setor externo e situámos a China noutra nível, na secção de economias emergentes. É um esquema de análise de conjuntura clássica e bem assente na profissão que praticamos com relutância porque intuíamos que não era de todo útil para capturar as tendências de fundo que afinal condicionam a realidade económica. Ao cabo de quatro anos mudaríamos de uma ponta à outra a estrutura da *Informação Mensal* para acomodarmos este tipo de considerações. Os bancos centrais tinham adquirido protagonismo durante a crise, mas esperávamos que rapidamente «centrassem todos os esforços em estudar como retirar ordenadamente a extraordinária injeção monetária». Salientávamos a necessidade de fazer reformas estruturais, mas a bíblia económica ainda não tinha incluído nas suas páginas a importância de se terem em conta os aspetos políticos, sociais e institucionais para avaliar a oportunidade e capacidade de as levar a cabo.

Em outubro de 2013 voltávamos a ter a sensação de nos encontrarmos no final do túnel. Foi mais longo e escuro do que parecia em 2009. A evolução positiva dos indicadores de atividade, que então nos ofereciam informação sobre a situação económica com dois ou três meses de atraso, levou-nos de novo a entitular esta secção com uma mensagem relativamente otimista: «Recuperação económica e focos de instabilidade política». Após a experiência dos últimos anos já não nos pronunciávamos de uma forma assertiva. Nunca mais voltaríamos a fazê-lo. Começámos a situar o contraponto num âmbito que acabaria por ser fundamental: a política. Ela já tinha ganho protagonismo, mas por enquanto era apenas interpretada como uma dor de cabeça para a recuperação económica. Ainda não entendíamos os fatores de fundo que a bloqueavam e que a continuariam a bloquear em praticamente todos os países. A China era a exceção. A China seguia livre o seu caminho.

A política monetária tinha adquirido um papel central e atuava como calmante. Anestesia total. A Fed «atrasa a redução dos estímulos até a recuperação estar consolidada». O BCE «está disposto a efetuar um novo leilão de liquidez» se for necessário. Com o passar dos anos será evidente que o apoio que os bancos centrais podem oferecer, sendo substancial, também tem os seus limites. Integramos na narrativa económica, de uma forma transparente, os aspetos institucionais para avaliar a capacidade de recuperação da economia, embora nos equivocamos quando só colocamos o foco na Europa, «é fundamental que se fortaleça a governança das instituições europeias». Continuávamos a destacar sem muito sucesso, mas com ainda mais convicção e afinco, a necessidade de serem feitas reformas para tornar o processo produtivo mais eficaz. Os aspetos sociais não recebiam ainda atenção, mas começariam a tê-la nos anos seguintes, até se transformarem num elemento central para qualquer análise económica, como tem de ser.

Junho de 2021: «Recuperação ou reconstrução?». Voltamos a encontrar-nos no final do túnel. Podemos afirmá-lo agora

com mais confiança porque avaliamos a atividade económica em tempo real. Há vários trimestres que os dois principais protagonistas da economia mundial, os EUA e a China, se encontram em plena recuperação. Esta recuperação chegou também finalmente à Europa, a Portugal e a Espanha. O indicador diário do Banco de Portugal reflete-o claramente, situando-se, no final de maio 1,1 pontos abaixo do nível de final de 2019, sugerindo que o crescimento em cadeia do PIB no 2T poderá rondar os 5%. O lado económico convida ao otimismo. Se a COVID-19 não sofrer mutações, se as vacinas continuarem a ser tão eficazes e se continuarem a ser distribuídas a bom ritmo, a subida da atividade será muito significativa nos próximos trimestres. O crescimento do PIB poderá alcançar os 4% este ano e situar-se próximo de 4,5% em 2022, e os riscos poderão ter uma tendência positiva. O consumo e o investimento poderão subir com mais força que o previsto se a procura estagnada se ativar rapidamente. O setor externo beneficiará da recuperação do turismo e do comércio mundial.

Mas agora avaliamos também a situação social em tempo real e sabemos que as consequências da pandemia teriam sido devastadoras se não tivéssemos um estado social avançado. Além disso, constatamos que é preciso continuar a desenvolvê-lo, dado que existem grupos de população aos quais o estado social não está a ser capaz de oferecer o apoio suficiente. A experiência dos últimos anos mostrou-nos que a coesão social é imprescindível, quer a partir de um ponto de vista económico, quer político.

No âmbito político e institucional estamos prestes a assistir a um marco histórico: a implementação a nível europeu do programa NGEU. A elevada quantidade de fundos que começarão a ser mobilizados nos próximos meses deverá sustentar a recuperação económica. As reformas económicas que estão a ser concebidas, se forem implementadas, deverão servir para tornar o processo produtivo mais eficiente e as políticas públicas mais eficazes, para reforçar a coesão social e territorial, para transitar rapidamente para uma economia mais amiga do ambiente e para fortalecer a governança das instituições europeias, portuguesas e espanholas. No entanto, a elevada polarização política e social que reina na Europa obriga-nos a sermos cautelosos. Até que ponto poderão ser implementados, de forma efetiva, os programas que têm sido apresentados? Até que ponto os receios entre os países europeus se manterão serenos? Os riscos que isto acarreta não são menores dado o elevado nível de dívida pública com o qual finalizamos a crise da COVID-19 e a fragilidade da paz social da qual ainda desfrutamos.

Voltamos a encontrar-nos ao final do túnel, mas desta vez sabemos que não existe uma única saída. A inércia leva-nos à recuperação. Voltar ao ponto em que estávamos antes da pandemia é tentador após tanto sofrimento, mas a convicção deve-nos levar para a reconstrução. Devemos fixar o rumo para um destino que seja sustentável a nível económico, social, ambiental e territorial.

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	2,00	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	-0,25	0,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,06	-0,02	-0,36	-0,57	-0,26	-0,06
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	-0,10	0,12
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,35	0,50
Prémio de risco	11	178	117	71	62	60	50
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	-0,16	0,05
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	-0,11	0,14
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,35	0,53
Prémio de risco	19	353	147	67	60	60	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	0,88	0,85
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,75	0,73
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	3,6	2,8	-3,3	5,9	4,6
Países desenvolvidos	2,7	1,3	2,3	1,6	-4,7	5,3	4,0
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-3,5	6,5	4,3
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,3	-6,7	4,2	4,1
Alemanha	1,6	1,3	1,3	0,6	-5,1	3,2	3,7
França	2,2	0,8	1,8	1,5	-8,2	5,7	3,8
Itália	1,5	-0,5	0,8	0,3	-8,9	4,3	3,9
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	3,7	4,7
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-10,8	6,0	4,8
Japão	1,4	0,5	0,6	0,0	-4,7	2,3	2,2
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-9,8	7,0	5,7
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,1	4,5	3,6	-2,2	6,3	4,9
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	5,6
Índia	9,7	6,8	7,3	4,8	-7,0	9,2	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	4,8	2,7
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	4,3	3,4
Polónia	4,2	3,4	5,4	4,8	-2,7	4,2	4,8
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,8	3,2
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,7	2,1	1,5
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	3,2	2,0
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	1,9	1,2
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	2,4	1,4
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	1,9	1,2
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	1,7	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	1,7	1,3
Japão	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,2	0,7
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,7	1,4
Países emergentes	6,7	5,6	4,9	5,1	5,1	5,0	4,4
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	1,2	1,6
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	4,3	5,1
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	3,2	5,2	3,8
México	5,2	4,2	4,9	3,6	3,4	4,2	3,4
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	14,2	8,0
Polónia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,7	4,1	2,9

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	1,9	3,6
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,6	0,7	0,4	3,5	0,5
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-2,0	6,2	5,4	-2,0	3,9	7,9
Bens de equipamento	6,2	2,0	9,2	4,3	-6,1	-	-
Construção	-1,9	-4,4	4,7	7,2	-4,7	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,5	3,1	2,8	-4,6	2,5	3,9
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,2	4,0	-18,7	12,2	8,4
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,0	4,7	-12,1	8,8	6,2
Produto interno bruto	1,5	0,0	2,9	2,5	-7,6	3,7	4,7
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,8	1,2	-1,9	0,5	1,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	7,2	6,6	7,0	7,8	7,5
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	-0,5	0,0
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,6	1,2	0,1	1,3	2,3
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-5,7	-4,9	-3,1

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

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

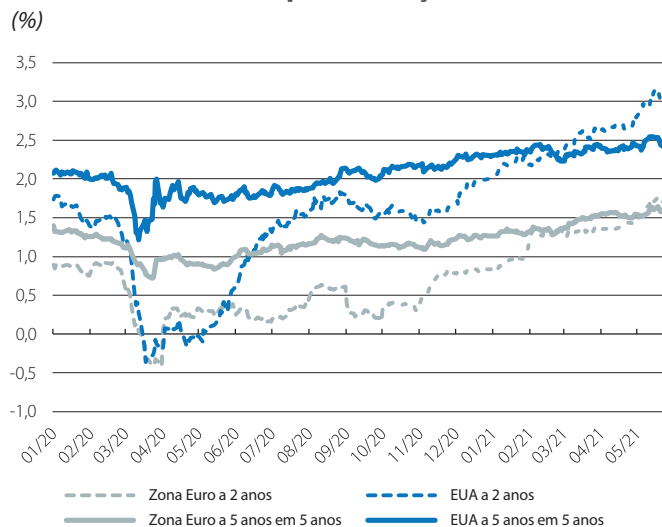
Previsões

Os mercados financeiros regressam ao otimismo prudente

Sentimento investidor: entre a recuperação económica, a COVID-19 e os riscos inflacionistas. Em maio, o avanço da recuperação económica, sobretudo na Zona Euro, favoreceu um maior apetite pelos ativos de risco. Os indicadores de atividade, como os PMI, situaram-se em níveis claramente superiores aos 50 pontos e anteciparam o que pode ser um aumento significativo do PIB no 2T (ver a Secção de Economia Internacional para mais informações). Da mesma forma, a campanha de resultados empresariais acompanhou a melhoria do sentimento de investimento, pois 87% das empresas do S&P 500 conseguiram bater as expectativas que o consenso antecipava nos seus lucros (72% no caso do Eurostoxx 600). No entanto, alguns elementos como o aumento de casos de COVID-19 na Ásia ou os receios de um aumento sustentado da inflação, principalmente nos EUA, que force uma retirada prematura dos estímulos monetários, limitaram os movimentos de subida no mercado de rendimento variável. Em qualquer caso, as mensagens dos principais bancos centrais ainda apontam na mesma direção: quer os membros do BCE quer os da Reserva Federal estimam que o aumento da inflação será temporário e, no caso particular da Zona Euro, acham que será necessário manter uma política monetária acomodaticia durante bastante tempo para fazer com que a inflação atinja a sua meta a médio prazo. No entanto, algumas vozes dentro do FOMC, e inclusivamente no próprio Conselho do BCE sugerem que parte destes estímulos deverão começar a diminuir.

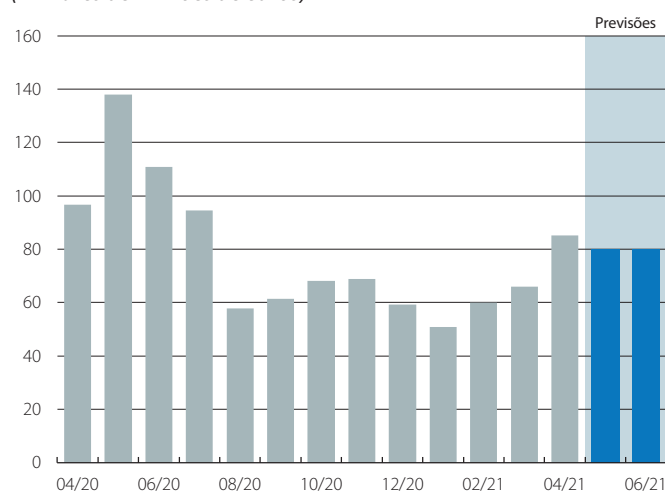
Em junho, os bancos centrais darão mais pistas sobre as compras de ativos. Apesar de, quer a Fed quer o BCE manterem que o aumento da inflação é transitório e não deverá alterar o rumo da política monetária, o avanço da recuperação económica encoraja os membros da linha dura a falarem sobre a redução no ritmo de compras líquidas de ativos. No caso da Fed, as atas da reunião de abril surpreenderam ao revelarem que alguns membros propuseram debater, nas próximas reuniões, ajustamentos no programa de compras de ativos caso a economia continuasse a registar um «progresso rápido» em torno dos objetivos. No entanto, desde a reunião de abril, a evolução dos dados de emprego atenuou o seu avanço robusto e poderá travar estas intenções. Por seu lado, na Zona Euro, foi adiada para junho a discussão sobre o ritmo de compras do PEPP, atualmente cerca dos 80.000 milhões de euros mensais. Os membros do Conselho do BCE deverão ponderar na reunião, por um lado, o que se espera que seja uma recuperação sólida da atividade económica na segunda metade de 2021 e, por outro, a subida das taxas de juro da dívida soberana. Em qualquer caso, as mensagens de alguns membros sugerem que, além do PEPP, quando este programa terminar, continuará a ser necessário o apoio do BCE para conseguir que a taxa de inflação desça para perto da meta de 2%.

Zona Euro e EUA: swaps de inflação



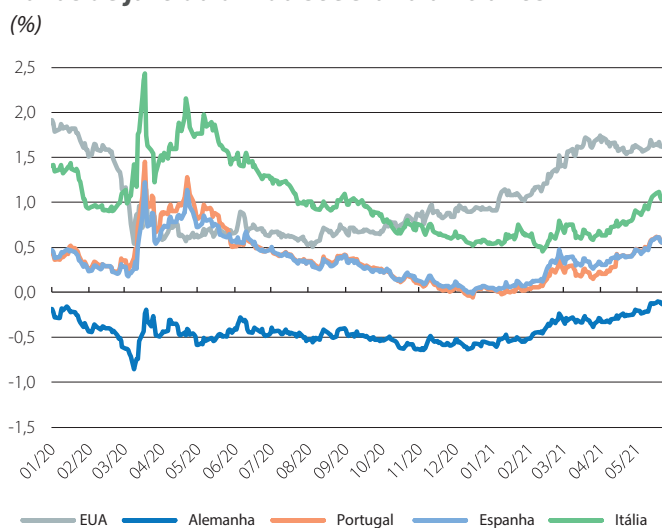
Source: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

BCE: compras líquidas mensais ao abrigo do PEPP (Milhares de milhões de euros)



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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

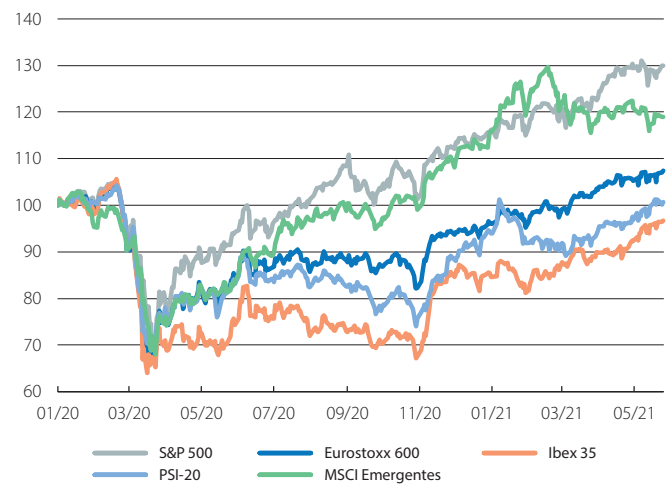
Oscilações no mercado de taxa fixa. As taxas de juro sobre a dívida soberana na Alemanha e nos EUA subiram fortemente durante a primeira metade do mês, impulsionadas pela surpreendente inflação em abril nos EUA e por indicadores económicos que sugerem que estão a surgir estrangulamentos nalguns setores da indústria e nos transportes. O *bund* chegou a subir 13 p. b. e a situar-se em -0,10%, um nível que não era observado desde maio de 2019. No entanto, à medida que o mês avançava e as mensagens dos membros da Fed e do BCE apontavam para a continuidade da política monetária acomodática, as taxas de juro sobre estes ativos voltaram a situar-se em níveis semelhantes aos níveis do início do mês. Por sua vez, os prémios de risco da periferia europeia tiveram um movimento muito semelhante e, após os aumentos registados nas primeiras semanas, fecharam o mês quase estáveis (quer o diferencial de Espanha quer o de Portugal flutuaram no intervalo entre os 65 e os 75 p. b.).

As bolsas continuam a avançar, sobretudo na Europa. Em maio, os principais índices bolsistas mantiveram a dinâmica positiva do mês anterior e registaram novamente ganhos. Estes foram maiores na Europa (Eurostoxx 600 +2,1%, Ibex 35 +3,8% e PSI-20 +2,6%) que nos EUA (S&P 500 +0,5% e Nasdaq -1,5%), apesar das surpresas positivas originadas pela campanha de resultados terem sido mais generalizadas no novo continente. O maior peso das empresas no setor do consumo discricionário e tecnológico nos EUA poderá explicar parcialmente o pior comportamento dos índices americanos, pois estes setores mostraram-se especialmente sensíveis às subidas das expectativas de inflação e das taxas de juro oficiais.

O petróleo volta a situar-se perto dos 70 dólares por barril. As melhores perspetivas sobre o crescimento económico da segunda metade de 2021 reforçaram a expectativa de uma maior procura de crude, com o preço do barril de Brent a atingir níveis que não eram observados desde 2019. Este fator impôs-se a elementos que afetaram negativamente, mas de forma momentânea, o preço do crude, como o aumento dos casos de COVID-19 na Ásia, especialmente na Índia e a aproximação de posições entre os EUA e o Irão, que poderá acabar com o levantamento das sanções às exportações atualmente impostas a Teerão. Algumas estimativas sugerem que o Irão poderá adicionar 1,5 milhões de barris diários ao mercado de petróleo, cerca de 1,5% da produção mundial. Por sua vez, no mercado de moedas, o dólar norte-americano desvalorizou face à maior parte das moedas das economias avançadas, o que permitiu que o euro flutuasse em torno dos 1,22 dólares. As moedas emergentes fortaleceram-se de uma forma generalizada, exceção feita à lira turca que continuou a mostrar fragilidade perante a falta de confiança dos investidores após as alterações efetuadas pelo presidente turco Recep Tayyip Erdoğan na liderança do banco central turco.

Principais bolsas internacionais

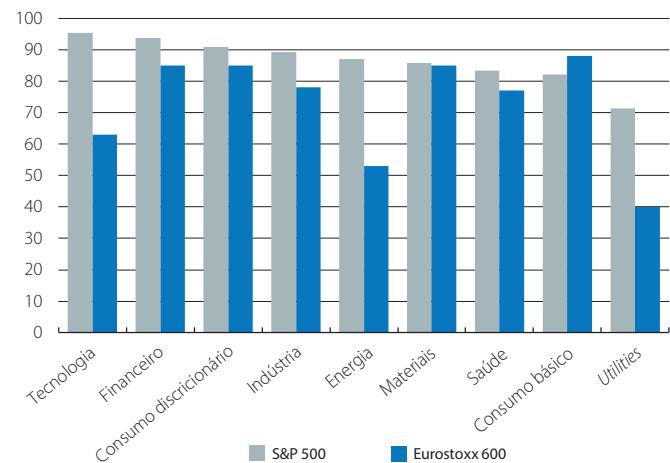
Índice (100 = janeiro 2020)



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

S&P 500 e Eurostoxx 600: empresas cujos lucros surpreenderam positivamente no 1T

(% de empresas)



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

Preço do petróleo

(Dólares por barril de Brent)



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

A abordagem holística do BCE

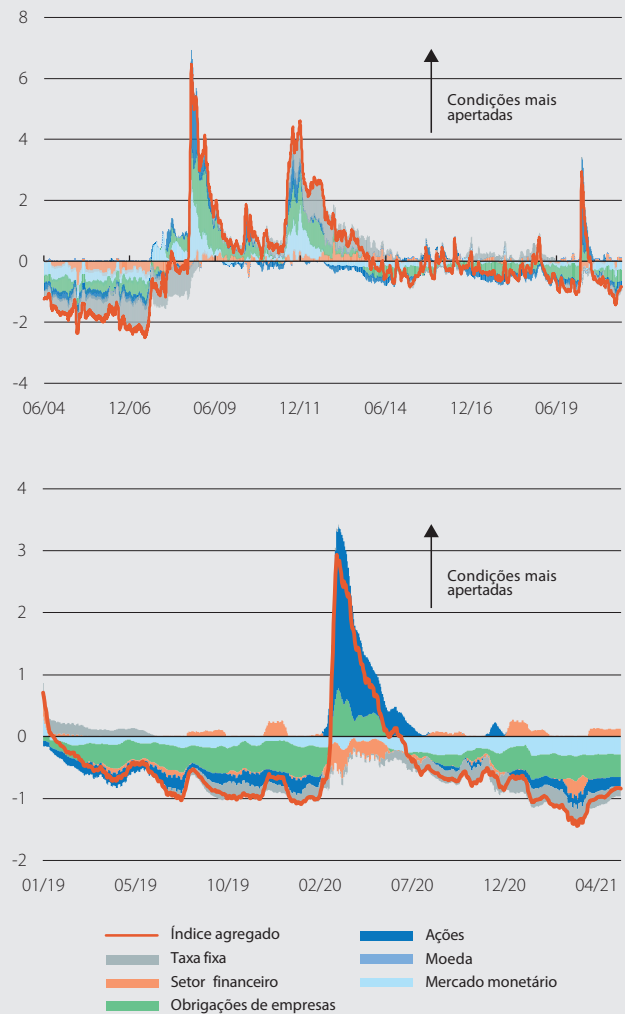
Uma das lições que a crise financeira global de 2008 deixou é que as condições financeiras podem ter um forte impacto na economia. Aprendemos também que as alterações nas taxas de juro oficiais dos bancos centrais nem sempre são suficientes para capturar todas as interações entre o sistema financeiro e a economia real. Variáveis como o crescimento do crédito, a volatilidade nos mercados financeiros ou os diferenciais entre vários ativos em diversas classes de risco fazem também parte das condições financeiras e afetam o desempenho do consumo, da economia ou do investimento. É este universo de condições financeiras, no seu conjunto, que acaba por influenciar o desempenho da economia real. De facto, o próprio BCE reconhece-o ao descrever as condições financeiras como a «bússola que guia a política monetária»¹. Portanto, se queremos entender melhor a tomada de decisões de política monetária, devemos seguir atentamente a evolução das condições financeiras e para isso existe um passo prévio importante: saber como medi-las.

O índice CaixaBank Research de condições financeiras para a Zona Euro em tempos de pandemia

Com a intenção de «medir a temperatura» ao ambiente financeiro que condiciona o desempenho macroeconómico e, conseqüentemente, as decisões do BCE, criámos um índice que mede as condições financeiras de uma forma ampla (ver a tabela)². No primeiro gráfico podemos observar a evolução por componentes deste índice desde 2004. Do gráfico surge uma primeira mensagem importante: o aperto das condições financeiras durante as semanas mais agudas da pandemia da COVID foi significativo mas menor que o observado em 2008, com a crise financeira, e em 2012, com a crise

Condições financeiras da Zona Euro: o índice do CaixaBank Research e as suas componentes

Índice (0 = média histórica)



Fonte: BPI Research.

Segmentos e variáveis que compõem o índice CaixaBank Research de condições financeiras

Taxa fixa soberana	<ul style="list-style-type: none"> • Taxa de juro das obrigações alemãs a um ano. • Spread entre as taxas de juro das obrigações alemãs a 10 anos e três meses. • Spread entre uma média ponderada das taxas de juro das obrigações a 10 anos de Espanha, Itália e Portugal e das obrigações alemãs a 10 anos.
Mercado monetário	<ul style="list-style-type: none"> • Spread entre as taxas de juro da euribor a três meses e das obrigações alemãs a três meses.
Obrigações de empresas	<ul style="list-style-type: none"> • Markit ITraxx Index: CDS de instituições empresariais europeias com grau especulativo (<i>high yield</i>).
Ações	<ul style="list-style-type: none"> • Variação diária na cotação do Eurostoxx 600. • Volatilidade do Eurostoxx 600.
Moeda	<ul style="list-style-type: none"> • Variação diária da taxa de câmbio efetiva do euro (cabaz de 19 moedas).
Setor financeiro	<ul style="list-style-type: none"> • Variação diária na capitalização bolsista do setor financeiro sobre a capitalização bolsista total do mercado. • Variação no crédito às famílias e a empresas não financeiras.

Nota: Ver o anexo técnico para detalhes sobre a metodologia (na versão online do artigo, disponível em www.bancobpi.pt).

1. Ver Lane, P. *The compass of monetary policy: favourable financing conditions*. Discurso de 25 de fevereiro de 2021.
2. O índice é criado a partir da matriz de variância das variáveis listadas na tabela através da metodologia de componentes principais. O índice está normalizado e os valores superiores (inferiores) a 0 indicam condições financeiras mais restritivas (relaxadas) que a sua média histórica. Para mais informações consulte a versão ampliada com o anexo em www.caixabankresearch.com.

da dívida soberana na Zona Euro. É que, apesar da intensidade da crise da COVID-19, a sua natureza é muito diferente das anteriores: a origem da crise não é financeira, a economia parte de um estado de saúde razoavelmente bom e a queda da atividade é temporária. Além disso, todas as esferas da política económica atuaram de forma rápida e contundente para protegerem o tecido produtivo.

Se nos centrarmos na evolução do índice desde o início de 2020, observamos como a maior parte do aperto das condições financeiras na primavera de 2020 tem origem no mercado de ações, que sofreu um aumento intenso da volatilidade, com as cotações bolsistas a caírem de uma forma muito abrupta. Convém recordar que as bolsas europeias chegaram a registar quedas diárias de 14% e que desde o máximo do 1T 2020 até ao seu nível mínimo, o Eurostoxx 600 chegou a cair 44%. Nos outros mercados, o aperto das condições financeiras foi de menor dimensão, talvez porque muitos deles (mercado monetário e taxa fixa soberana) já estavam relativamente ancorados pelas medidas acomodáticas que o BCE estava há vários anos a implementar. No entanto, praticamente todos os segmentos do índice se encontravam em stress e a situação não começou a melhorar até que o BCE tomou medidas extraordinárias³ e a política fiscal anunciou a implementação de uma forte rede de proteção⁴.

Preservando as condições financeiras favoráveis para a recuperação

Já em 2021, com a situação pandémica um pouco mais controlada e com o avanço da campanha de vacinação, é de esperar uma subida da atividade económica global, embora de forma desigual. Enquanto os EUA alcançarão os seus níveis de atividade anterior à pandemia nos próximos meses, na Europa é de prever uma recuperação mais paulatina. Este dinamismo nos EUA traduziu-se num aumento da inclinação da curva soberana⁵ que a Fed tolerou, dado que responde a uma melhoria do cenário económico. Contudo, em mercados financeiros globais, esta subida poderá arrastar as condições financeiras da Zona Euro para um terreno desfavorável visando a recuperação económica. Por esta razão, nas suas últimas reuniões o BCE decidiu acelerar «significativamente» o ritmo de compras ao abrigo do PEPP, pelo menos durante o 2T 2021, com o objetivo de «prevenir um aperto das condições financeiras».

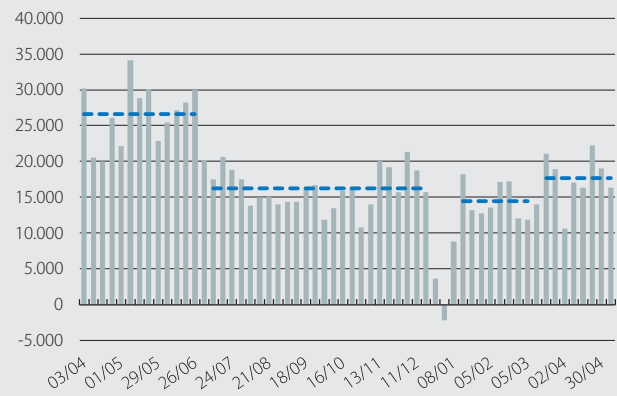
3. Aumento das compras de ativos através do APP, criação do PEPP para adquirir ativos por um valor até 1.850 milhões de euros e aumento da liquidez através das TLTRO, entre outros. Para mais detalhes ver o Observatório de bancos centrais.

4. Diferimentos de impostos, garantias e avales a empresas e medidas de ajustamento temporário do emprego (programas de Layoff). Além disso, a nível da UE, foi aprovado o Next Generation EU com um montante de cerca de 750.000 milhões de euros entre ajudas e empréstimos.

5. Para mais detalhes, ver o Focus «Novo pacote fiscal nos EUA: sobreaquecimento à vista?» na IM04 2021.

BCE: compras semanais ao abrigo do PEPP

(Milhões de euros)



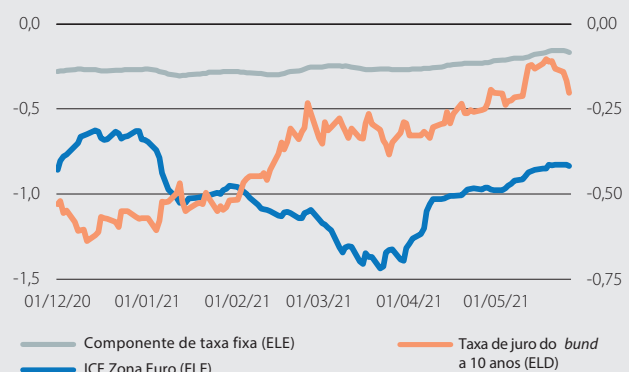
Nota: As linhas a tracejado mostram, da esquerda para a direita, a média semanal durante o 2T de 2020, a segunda metade de 2020, o 1T de 2021 (até à reunião de março do BCE) e após o aumento «significativo» até à última data disponível.

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

Condições financeiras e taxa de juro do bund a 10 anos

Índice (0 = média histórica)

(%)



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

No entanto, o nosso índice não reflete um agravamento das condições financeiras na Zona Euro. No último gráfico podemos observar que tanto o índice como a sub-componente da taxa fixa foram relativamente impermeáveis ao aumento das taxas de juro soberanas da Zona Euro. Por um lado, as taxas de juro a curto prazo e os prémios de risco soberanos têm-se mantido estáveis nos níveis do início do ano, pelo que não contribuíram para o agravamento das condições financeiras. Além disso, o Índice CaixaBank Research de condições financeiras sugere que estas são especialmente sensíveis aos mercados de obrigações das empresas, às taxas de juro interbancárias e à volatilidade bolsista, enquanto as oscilações do bund possuem um peso inferior (veja o anexo na versão longa da web). Estes segmentos, ao contrário das taxas de juro soberanas da Alemanha, não acompanharam o aperto das taxas de juro norte-americanas. Por esta razão, talvez não surpreenda que o aumento no ritmo de compras do 2T ao abrigo do PEPP tenha sido inferior ao previsto por alguns analistas.

Nos mercados financeiros movem-se dinheiro, títulos e... sentimentos

«Os mercados em alta nascem do pessimismo, crescem no ceticismo, amadurecem no otimismo e morrem na euforia.»

A frase pertence a Sir John Templeton, afamado investidor que iniciou a sua carreira em Wall Street em 1937 e chegou a criar alguns dos fundos de investimento internacionais mais bem-sucedidos do mundo. Em particular, as participações Classe A do fundo Templeton Growth registaram uma rentabilidade anualizada de 14,5%¹ entre 1954 e 1992, face aos 10,7% obtidos pelo S&P 500 com dividendos brutos.

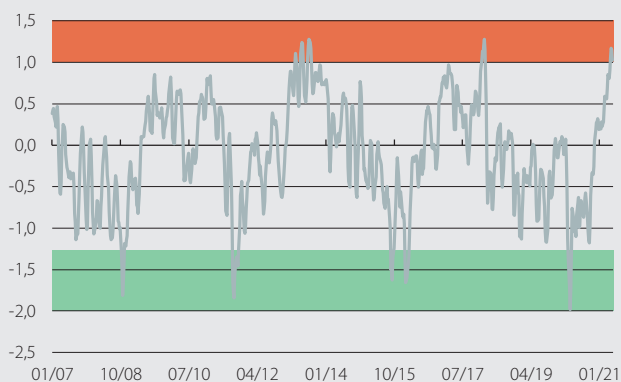
Obviamente que as palavras de alguém com este registo não podiam cair no esquecimento. É fácil dar-mo-nos conta que Templeton estabelece uma relação entre o ciclo bolsista (auge/queda) e entre os sentimentos da comunidade investidora (pessimismo/euforia) na qual estes, frequentemente, traem o «saber-fazer» consequente com o predomínio da razão na tomada de decisões.

Hoje, qualquer pessoa ou instituição interessada nos mercados financeiros não pode ignorar o estado de ânimo dos investidores. Tanto é assim que foram desenvolvidas ferramentas para aproximar e quantificar o seu pessimismo, medo, euforia ou, definitivamente, esse maior ou menor apetite pelo risco. De uma maneira geral, estas ferramentas fornecem-nos índices do sentimento «investidor», que podem ser agrupados em três categorias: inquéritos, indicadores baseados em parâmetros agregados do mercado e os que seguem investidores institucionais e particulares específicos.

Inquéritos: diz-me como pensas e...

A forma mais direta de medir o sentimento dos investidores passa por inquéritos nos quais lhes é perguntada a sua

J. P. Morgan Global Equity Sentiment Indicator (Pontos)

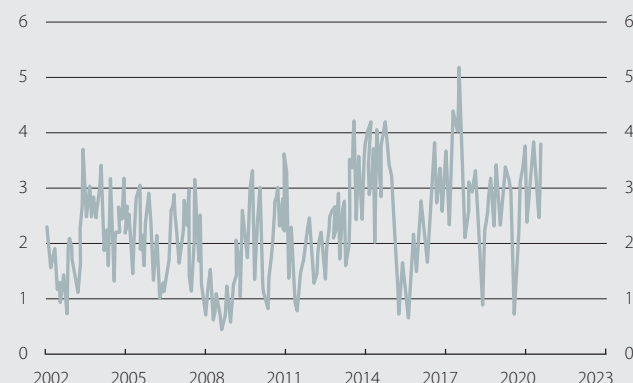


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

1. Nesses 38 anos, apenas em oito foi observado um resultado negativo, sendo a média nestes casos de -9,1%, enquanto nos restantes 30 anos o resultado positivo ofereceu uma média de 22,6%.

Investors Intelligence Sentiment

(Rácio de subida/descida)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Investors Intelligence.

opinião sobre a direção do mercado (em alta, em baixa ou neutral, habitualmente)². É importante destacar que essa opinião pode estar apoiada ou não com dinheiro, ou seja, possui um valor relativo porque é mais fácil opinar que atuar de forma consequente com o dinheiro.

Alguns dos inquéritos mais conhecidos são o da Investors Intelligence ou o da American Association of Individual Investors (AAII), ambos efetuados nos EUA. Na Europa temos o State Street Investor Confidence Index (ICI), a partir da estrutura de dotação de ativos do investidor institucional. Como são utilizados? O mais comum é seguir a evolução dos valores absolutos e, sobretudo, a lacuna entre investidores com uma visão de subida (*bulls*) e de descida (*bears*), bem como o diferencial entre ambos

Evolução do S&P 500 em episódios de sentimento extremo

(%)

Euforia alta	Em 1 mês	Em 3 meses	Em 6 meses	Em 12 meses
Média	-1,7	0,1	5,8	11,9
Máximo	1,8	4,2	10,7	19,3
Mínimo	-3,9	-6,2	-0,3	-4,2
Pessimismo excessivo	Em 1 mês	Em 3 meses	Em 6 meses	Em 12 meses
Média	2,8	5,3	12,7	22,3
Máximo	12,7	20,0	30,1	53,7
Mínimo	-7,5	-14,7	-9,9	7,0

2. Na gíria dos mercados financeiros, *bulls* (visão de subida) ou *bears* (visão de descida).

ou como rácio (*bull/bear*). Por exemplo, no primeiro gráfico é apresentado o rácio entre favoráveis às subidas e às descidas da Investors Intelligence, que nos mostra que o otimismo é elevado, mas que não se situa em níveis extremos.

Agregados de mercado: «ser receoso quando os outros sentem cobiça e ser ambicioso quando os outros sentem medo.» (W. Buffett)

Outra forma de medir o sentimento dos investidores consiste em inferi-lo do comportamento dos mercados. Especificamente, podem ser construídos indicadores compostos a partir de vários parâmetros do mercado e, portanto, da oferta e da procura real que estão por detrás. Alguns dos principais bancos de investimento e meios financeiros especializados fazem-no assim. Entre os primeiros podemos mencionar, como exemplo, o Global Equity Sentiment Indicator do JP Morgan (ver o segundo gráfico) ou o Investor Sentiment survey da UBS. Quanto aos segundos, devemos mencionar o Fear & Greed Index do CNN Money ou os que a Barron's publica semanalmente no seu Market Lab. Para citar alguns dos parâmetros que utilizam, é comum que considerem alguma medida da volatilidade dos preços (por exemplo, o VIX), o número de ações cotadas que alcança máximos de 52 semanas comparado com as que alcançam mínimos no mesmo período, o volume negociado quando há tendência de subida face ao negociado quando há tendência de descida, prémios de risco entre obrigações de empresas de alta qualidade e de baixa qualidade, percentagem de liquidez nas carteiras dos investidores institucionais, volume negociado em opções *call* comparado com o das opções *put*, etc.

Tipologia de investidor: quem chega tarde, nem assiste à missa nem come carne

Por último, um terceiro grupo de indicadores de sentimento centra-se em ver quem compra e quem vende e quais são os volumes que estão a movimentar. Neste caso, pode-se discriminar entre o comportamento dos investidores institucionais e o comportamento dos investidores particulares. O acompanhamento dos volumes de investimento dos investidores institucionais e particulares e a forma como se movem em termos relativos entre eles dá-nos uma informação valiosíssima sobre a sustentabilidade das tendências de fundo do mercado, pois são os primeiros os que têm mais capacidade de análise e de antecedência e os que movem um volume muito mais elevado, enquanto os segundos carecem dessas forças e costumam aumentar a sua presença no mercado quando a tendência de subida já está muito madura.

De facto, existem numerosas evidências que mostram que os investidores particulares costumam tomar posições quando as tendências estão perto de se esgotarem. Por exemplo, os dados mostram como, uns meses antes de ser alcançado o máximo nos índices bolsistas, o investidor particular costuma aumentar consideravelmente os seus investimentos e, ao contrário, pouco antes de ser alcançado o mínimo, ocorrem bastantes vendas.

Em relação à participação direta dos investidores retalhistas no mercado, a mesma intensificou-se há quase dois anos (nos EUA aumentou 10 p. p. até representar 23% do volume total negociado), não só através da compra direta de ações como também através da compra de opções financeiras. Além disso, as redes sociais e o aparecimento de plataformas de *trading* que também atuam como redes sociais podem ter acentuado o comportamento gregário dos investidores retalhistas.

O que nos dizem os indicadores de sentimento?

Os indicadores ajudam-nos a identificar duas situações extremas. A primeira seria uma situação de euforia muito elevada, caracterizada por um sentimento exageradamente positivo, marcado pela convicção que o mercado irá subir muito mais e com um elevado apetite pelo risco entre os investidores. Embora pareça propícia a continuar a alimentar a subida das cotações, na prática esta situação costuma dar-se na fase final de um mercado em alta (*bull market*). No lado contrário estaria numa situação de pessimismo excessivo, na qual o sentimento é tremendamente negativo, não se vê o fundo do mercado e o apetite pelo risco é nulo (foge-se do mercado, vendendo a qualquer preço). Estaríamos perante uma situação típica do final de um mercado em baixa (*bear market*).

Dito isto, é necessário fazer alguns esclarecimentos. Em primeiro lugar, estes extremos de sentimento não são tão frequentes e durante boa parte do tempo os vários indicadores que comentámos anteriormente movem-se numa categoria intermédia. Em segundo lugar, o contraste histórico sugere que são mais eficazes os sinais de «pessimismo excessivo» que os sinais de «euforia muito alta» ou, dito de outro modo, é mais fácil que o mercado continue a subir durante um tempo imprevisível em situação de euforia muito alta que prolongue a queda quando a leitura de pessimismo for extrema. Por último, não é aconselhável tomar a temperatura dos mercados apenas com os vários indicadores comentados, sendo recomendável completar a análise com outros elementos procedentes do âmbito macro, do âmbito puramente de mercado (avaliações ou prémio de risco bolsista) e, certamente, do âmbito estritamente empresarial (perspetivas de investimentos, lucros, etc.).

Em que ponto estamos neste momento?

Embora, como é óbvio, os vários indicadores não sejam nem tenham que ser coincidentes, podemos afirmar que estão a evoluir, em termos gerais, a partir de uma situação com um sentimento de alta muito elevado e, portanto, preocupante, para outra situação na qual persiste o otimismo, mas que se está a moderar. *A priori*, este comportamento é positivo na medida em que afasta o risco de incorrer em excessos em mercados de valores caracterizados por avaliações bastante exigentes nalguns âmbitos e num contexto macro com perspetivas positivas, mas não isento de níveis de incerteza relativamente elevados.

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	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	-0,54	-1	0,1	-21,9
Euribor 12 meses	-0,48	-0,48	0	1,6	-38,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,63	-0,64	2	8,6	-5,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,68	2	3,8	-0,9
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,19	-0,20	2	38,2	21,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,46	0,48	-1	41,6	-11,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,46	0,48	-2	43,0	-5,4
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Libor 3 meses	0,13	0,18	-5	-10,7	-20,6
Libor 12 meses	0,25	0,28	-3	-9,4	-38,9
Dívida pública a 1 ano	0,03	0,05	-2	-7,1	-12,7
Dívida pública a 2 anos	0,14	0,16	-2	2,0	-1,6
Dívida pública a 10 anos	1,59	1,63	-3	68,1	93,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2021 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	50	50	0	2,5	-20,5
Itraxx Financeiro Sénior	59	58	0	-0,4	-23,0
Itraxx Financeiro Subordinado	108	108	1	-2,6	-65,9

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,223	1,202	1,7	0,1	9,8
EUR/JPY (ienes por euro)	133,970	131,400	2,0	6,2	11,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,860	0,870	-1,1	-3,7	-3,5
USD/JPY (ienes por dólar)	109,580	109,310	0,2	6,1	1,8

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	548,5	532,1	3,1	23,6	49,2
Brent (\$/barril)	69,3	67,3	3,1	33,8	80,9
Ouro (\$/onça)	1.906,9	1.769,1	7,8	0,4	9,6

Rendimento variável

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2021 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.204,1	4.181,2	0,5	11,9	37,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.039,5	3.974,7	1,6	13,7	31,2
Ibex 35 (Espanha)	9.148,9	8.815,0	3,8	13,3	26,7
PSI 20 (Portugal)	5.180,2	5.050,7	2,6	5,8	17,0
Nikkei 225 (Japão)	28.860,1	28.812,6	0,2	5,2	30,8
MSCI emergentes	1.376,2	1.347,6	2,1	6,6	44,6

Após o dilúvio, começa a vir o bom tempo

Existem bons motivos para ir ganhando confiança. Nas últimas semanas, os dados de saúde e os indicadores de atividade provocaram um sentimento de otimismo nas principais economias avançadas que se traduziu numa revisão em alta nas previsões de crescimento para 2021 e 2022. A reabertura da mobilidade interna e a redução das restrições entre países (fundamental para a Europa), a restauração a poder levantar os encerramentos e alargar os horários e os hotéis a aumentarem progressivamente a sua ocupação, reforçam as expectativas que a parte central do ano será vigorosa nas economias avançadas.

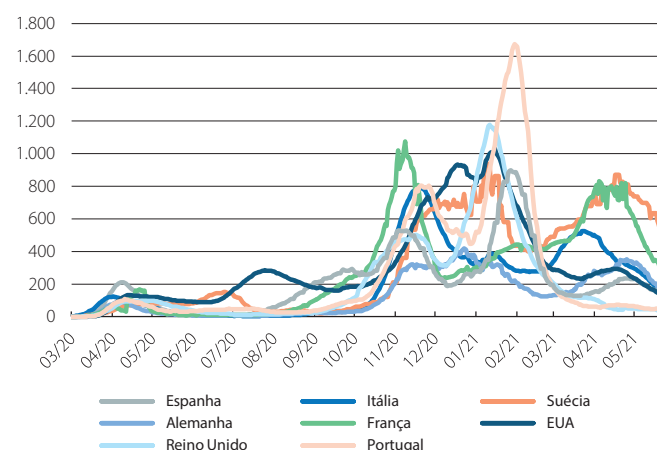
A vacina reforça-se como arma decisiva contra a COVID-19. O fator chave que sustenta esta melhoria é o sprint das campanhas de vacinação no mundo desenvolvido. Ao ritmo atual, a imunidade de grupo poderá ser alcançada este verão. Em junho, espera-se que na Europa mais de 50% da população tenha já recebido pelo menos uma dose e nos EUA, mais de 60%. Agora, o principal risco é que as vacinas percam eficácia com as novas variantes do vírus, muito presentes ainda em muitos países. Por enquanto, a mutação que se estende pela Índia é a mais preocupante, pela sua maior capacidade de contágio e maior mortalidade. A guerra contra a pandemia é global e, por enquanto, só estão a ser ganhas batalhas nos países ricos com acesso às vacinas.

ECONOMIAS AVANÇADAS

As divergências estão já a reduzir-se entre setores e entre países. A reviravolta positiva no cenário é muito visível nos inquéritos e nos indicadores de alta frequência conhecidos desde abril, tanto de mobilidade como de atividade. Os sinais de reativação são generalizados, especialmente importantes no setor dos serviços (já não se limitam à indústria) e também perceptíveis nos países menos avançados. Nos EUA, prevê-se que neste segundo trimestre o PIB supere os níveis anteriores à pandemia. Não obstante, inclusivamente nos EUA, o país mais adiantado, existem ainda setores deprimidos e ainda existe caminho a percorrer no que respeita ao mercado do trabalho. Assim, por exemplo, nos EUA existem ainda cerca de menos de 8 milhões de pessoas a trabalhar que no início da crise. Embora uma parte deles tenham saído do mercado de trabalho de forma permanente (alguns *baby boomers* decidiram aposentar-se antecipadamente), estima-se que existam cerca de 3 milhões de pessoas que saíram do mercado por razões tais como cuidar de outras pessoas. O mercado de trabalho será durante bastante tempo o «calcanhar de Aquiles» da recuperação global: se forem incluídos os *Layoff*, só nas economias desenvolvidas foram perdidos 30 milhões de empregos, de acordo com estimativas do *The Economist*.

A primavera chega também às economias europeias. Os da-

Incidência acumulada de COVID-19 (Casos por 100.000 habitantes acumulados em 14 dias)



Nota: Dados disponíveis até 27 de maio de 2021.

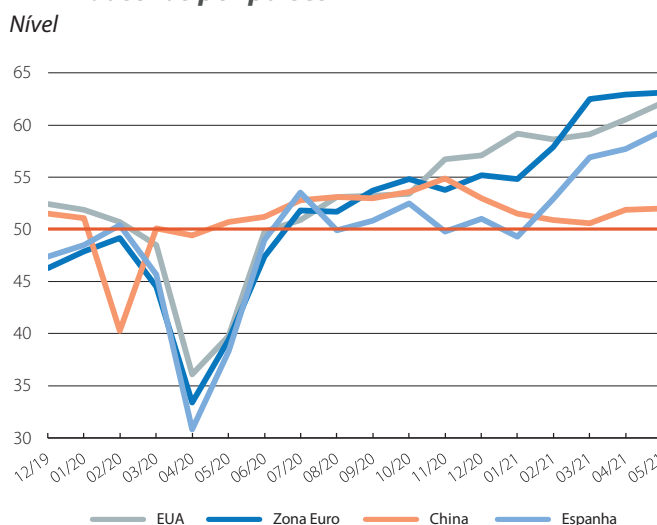
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Saúde de Espanha, Johns Hopkins CSSE, UN World Population Prospects.

Vacinação no mundo

	Data dos últimos dados	Doses administradas	% de população vacinada	Doses da última semana por 100.000 habitantes
Israel	26-mai.	10.571.337	62,9	304
Reino Unido	25-mai.	61.995.062	56,5	6.097
Canadá	26-mai.	21.939.046	53,5	6.609
Chile	25-mai.	17.794.484	52,2	4.526
EUA	26-mai.	289.212.304	49,4	3.565
Alemanha	26-mai.	47.358.842	41,5	5.515
Espanha	25-mai.	25.592.991	36,8	4.701
Itália	26-mai.	32.368.381	36,3	5.645
Portugal	26-mai.	5.317.986	36,0	4.985
França	25-mai.	33.681.416	35,2	4.956
Polónia	26-mai.	18.785.240	34,7	5.209
Dinamarca	26-mai.	3.202.613	34,3	5.599

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

PMI indústrias por países



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

dos dão um sinal inequívoco que a Zona Euro superou a última crise e que os riscos negativos nas perspetivas de crescimento se têm vindo a dissipar. De facto, agora os dados são mais positivos, sobretudo para 2022, refletindo-se nas nossas novas previsões. Talvez o mais difícil seja acreditar que a melhoria na Zona Euro veio para ficar, dado que a deceção tem sido o mais habitual, mas a verdade é que a reativação dá sinais de ser vigorosa (por exemplo, a componente de expectativas do Ifo alemão alcançou em maio máximos desde 2011) e permitirá que o *gap* entre as duas grandes economias dos dois lados do atlântico diminua. O crescimento nos EUA em 2021 será muito superior ao crescimento da Zona Euro (6,5% face a 4,2%, de acordo com as nossas estimativas, ambas revistas em alta este mês). Contudo, isto reflete mais o passado (quedas do PIB na Zona Euro no 4T de 2020 e 1T de 2021) que o presente e o que estará para vir: salvo surpresas negativas, o crescimento da Zona Euro nos trimestres centrais de 2021 poderá inclusivamente superar o crescimento dos EUA.

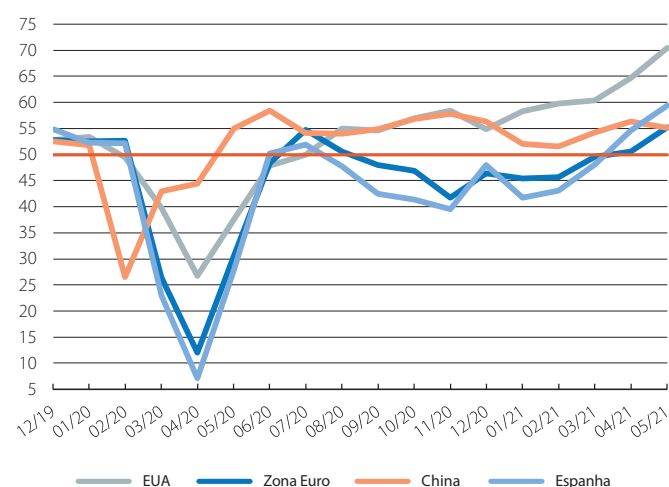
São antecipados novos estímulos fiscais nos dois lados do Atlântico. A Administração Biden continua hiperativa, tendo proposto dois novos pacotes fiscais com visão de longo prazo (10 anos) num montante total de 4 biliões de dólares (20% do PIB, aproximadamente), um pacote de infraestruturas e outro social. A Europa começa também a movimentar-se: os países apresentaram já os seus programas para poderem receber os fundos do Plano de Recuperação, sendo possível que comecem a chegar a partir de julho, o que pressuporá um importante estímulo para o sul e para o leste da UE. Neste contexto, a Comissão Europeia aumentou as suas previsões de crescimento para a UE em 2021 e 2022 e confirmou que o pacto de estabilidade e crescimento continuará suspenso até 2023, o que reduz o risco da retirada prematura do apoio às economias mais frágeis. Em qualquer caso, existem poucas dúvidas que as regras fiscais deverão ser repensadas, dado que a imensa maioria dos países ultrapassam os níveis de endividamento alvo e alguns até registam mais do dobro.

Anunciam-se para breve alterações políticas significativas na Alemanha? As próximas eleições legislativas alemãs de setembro também estão a ser vistas com grande expectativa, dado que os últimos inquéritos indicam um empate técnico entre a CDU e o Os Verdes. Atualmente, a opção de um Governo de coligação entre ambas as forças é a mais provável. *A priori*, será um Governo equilibrado, com maior sensibilidade europeísta, favorável a dar mais poderes a Bruxelas (capacidade de angariar investimentos e emitir obrigações) e a um maior investimento em infraestruturas e em novas tecnologias. Portanto, poderá reforçar o eixo franco-alemão e ter mais possibilidade de desenvolver reformas importantes para a UE.

Os riscos de subida da inflação também se materializam, sobretudo nos EUA. Como tínhamos vindo a referir, a subida da inflação acima das metas dos bancos centrais nos EUA e na Zona Euro andava quase certamente de mãos dadas com os

PMI serviços por países

Nível



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

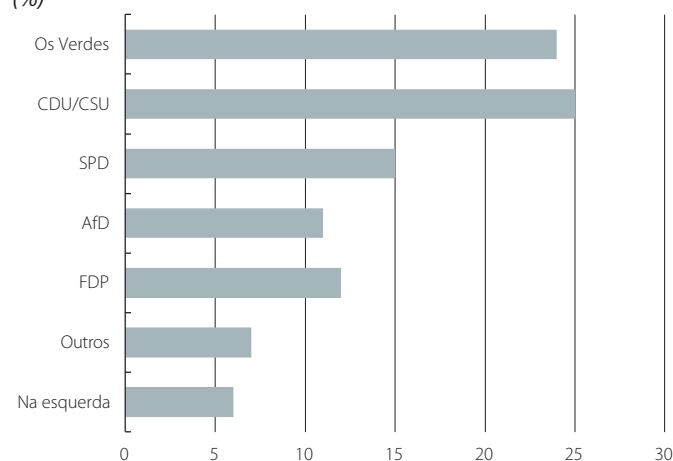
Previsões da Comissão Europeia

	PIB		Inflação		Dívida pública		Saldo fiscal	
	Var. an (%)		Var. an (%)		(% do PIB)		(% do PIB)	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Zona Euro	4,3	4,4	1,7	1,3	102,4	100,8	-8,0	-3,8
Alemanha	3,4	4,1	2,4	1,4	73,1	72,2	-7,5	-2,5
França	5,7	4,2	1,4	1,1	117,4	116,4	-8,5	-4,7
Itália	4,2	4,4	1,3	1,1	159,8	156,6	-11,7	-5,8
Espanha	5,9	6,8	1,4	1,1	119,6	116,9	-7,6	-5,2
Portugal	3,9	5,1	0,9	1,1	127,2	122,3	-4,7	-3,4

Nota: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (European Economic Forecast, Primavera de 2021).

Alemanha: se as eleições parlamentares fossem este domingo, votaria...

(%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da POLITICO Research (28 de maio de 2021).

efeitos de base. No entanto, nos EUA, o debate aqueceu após a inflação geral ter ultrapassado os 4% em abril (muito mais que o esperado) e a inflação subjacente se ter situado nuns elevados 3,0%, impulsionada pela subida da procura e pelos estrangulamentos que se começam a fazer sentir nalguns setores. Neste contexto, o impacto sobre a rentabilidade das obrigações está a ser bastante contido, seguramente, devido à desaceleração no ritmo de criação de emprego (+266.000 pessoas em abril face às 770.000 em março). No nosso caso, a forte surpresa em termos de aumento do dado de abril levou-nos a uma revisão significativa das previsões da taxa de inflação norte-americana (3,2% na média do ano, face aos 2,7% anteriores). Não obstante, continuamos a achar que a subida da inflação será transitória (atingindo o máximo em maio). Especificamente, acreditamos numa queda gradual a partir do verão, até se aproximar dos 2% no segundo semestre de 2022.

Na Zona Euro, as tensões inflacionistas são mais limitadas. A inflação aumentou em abril, para 1,6% desde os 1,3% (em linha com as nossas previsões). A curto prazo continuará a subir (esperamos um valor máximo ligeiramente superior a 2,5% em finais do verão), mas irá descer posteriormente para cerca de 1,5% no 2T 2022. No entanto, sobretudo nos EUA, continuam a dominar os riscos de aumento. Existem fatores importantes, únicos, que contribuem para a opção de persistência para taxas elevadas: i) aceleração histórica da atividade posterior a um colapso também histórico (o crescimento mundial aproximar-se-á dos 6,0% em 2021 em comparação com os -3,3% de 2020); ii) grande quantidade de poupança por parte das famílias; iii) sinais de restrições de oferta nalguns setores, e iv) estímulos fiscais e monetários sem precedentes. Portanto, pode esperar-se uma especulação crescente sobre o momento da redução dos estímulos monetários, o que sem sombra de dúvidas ocorrerá antes nos EUA que na Zona Euro e trará nervosismo para os mercados financeiros (ver a Secção de Mercados Financeiros para detalhes sobre a Fed e o BCE).

ECONOMIAS EMERGENTES

Sinais mais irregulares nos países emergentes. Ao contrário dos países desenvolvidos os países emergentes mostram, nas últimas semanas, sinais mistos e irregulares. Contudo, o foco das atenções continua a ser a China, onde as autoridades estão a dar prioridade a elementos como a estabilidade financeira num contexto de crescimento que se prevê robusto no conjunto de 2021 (8,3%). Os últimos movimentos sugerem uma melhoria relativa da qualidade da dívida nas obrigações de empresa e um fundo de procura de crédito privado sólido. Por outro lado, o setor externo continua a ser um ponto forte para a economia asiática, estando a ser favorecido pela recuperação global. A médio prazo, o XIX Congresso do Partido Comunista chinês de outubro evidenciou que as autoridades estão conscientes dos desequilíbrios do crescimento chinês, com um peso excessivo do investimento estatal em indústria pesada e um excesso de emissões de carbono, mas as inércias da China são grandes.

EUA: IPC

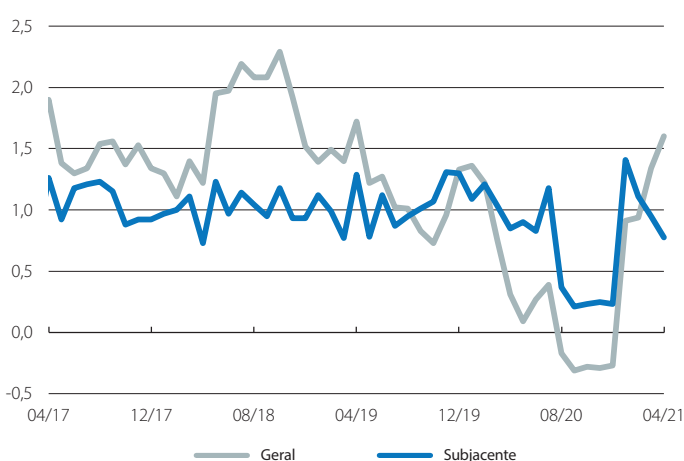
Varição homóloga (%)



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

Zona Euro: IPC *

Varição homóloga (%)

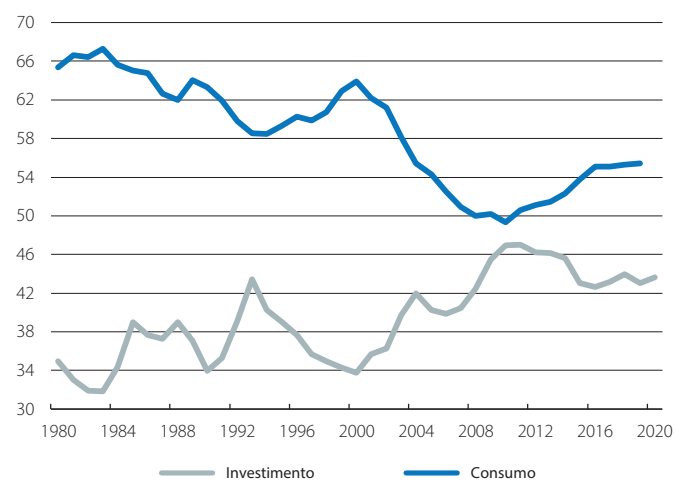


Nota: * Os dados correspondem ao IHPC.

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

China: investimento e consumo

(% do PIB)



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

Saneamento público e imposto sobre as sociedades em debate

A pandemia fez sentir os seus efeitos nas finanças públicas na maior parte dos países do mundo. De acordo com estimativas do FMI, desde o início da crise foram implementadas medidas fiscais no valor de 16 biliões de dólares, o que fez triplicar a dimensão do défice público a nível mundial até cerca de 11% do PIB (no final de 2020). Por sua vez, o rácio de dívida pública já anda em torno de 100% do PIB no agregado global, sendo de esperar que se mantenha perto deste nível nos próximos anos (ver o primeiro gráfico).

Uma redução substancial dos elevados níveis de dívida pública exigirá, por um lado, maiores taxas de crescimento económico¹. Neste sentido, em diversos países a política económica começou a trabalhar para estimular alterações de carácter estrutural com um impacto a médio e longo prazo sobre a competitividade e, consequentemente, sobre o crescimento potencial. Este é o caso, por exemplo, do fundo de recuperação impulsionado pela UE, o Next Generation EU.

Por outro lado e enquanto a recuperação não se consolidar – é pouco provável que os governos levem a cabo uma viragem abrupta em termos de política fiscal – o debate sobre o saneamento das finanças públicas vai ganhando força em muitos países e em instituições internacionais². Face à dificuldade dos governos em ajustarem a despesa pública (de facto, a emergência de saúde e tendências de fundo, como o envelhecimento, pressionam em sentido contrário), as propostas centraram as atenções nos investimentos, principalmente nas subidas e alterações nos impostos nos rendimentos mais altos e sobretudo nas empresas. Estas políticas também procuram aliviar os elevados níveis de desigualdade que a pandemia possa ter ocasionado e que possam surgir no futuro³.

Ao longo do artigo centrar-nos-emos nas principais propostas fiscais sobre as empresas, com atenção especial nas grandes multinacionais.

Quais são as propostas em cima da mesa?

Nas suas reuniões da primavera, o FMI propôs um imposto sobre os lucros extra (*excess profit*), que incidiria, temporariamente, sobre as empresas que durante a pandemia não foram afetadas negativamente ou que inclusivamente foram amplamente beneficiadas (por exemplo, os setores

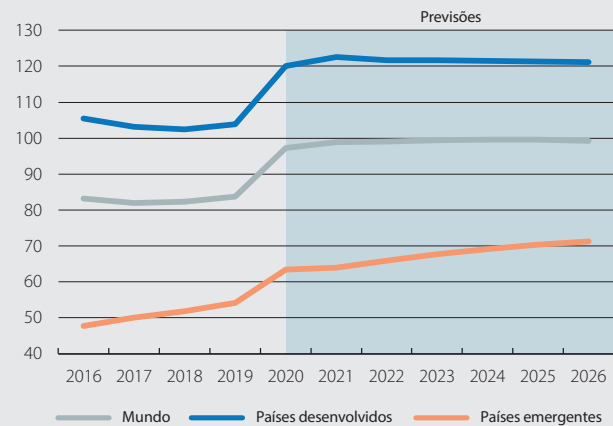
1. Em termos contabilísticos, é necessário um maior crescimento económico em termos nominais que supere o custo de financiamento da dívida.

2. A parte favorável das condições financeiras, em grande medida graças às medidas dos bancos centrais, torna também menos urgente a necessidade de mudar a direção da política fiscal.

3. Ver o Monitor de desigualdade do CaixaBank (<https://inequality-tracker.caixabankresearch.com/>), onde é observado um elevado aumento na desigualdade antes das transferências públicas. Depois das transferências este aumento é aliviado significativamente no caso de Espanha.

Global: dívida pública

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI Fiscal Monitor (abril de 2021).

tecnológico ou farmacêutico). Este tipo de medidas extraordinárias foram implementadas nos EUA e no Reino Unido nos anos posteriores às duas guerras mundiais⁴.

Por países, o Reino Unido foi o primeiro a propor um programa de ajustamento fiscal gradual a médio prazo, com uma estratégia que mantém as ajudas sociais a curto prazo mas que integra políticas de austeridade quando a pandemia for superada. Entre as principais medidas fiscais, destaque para o aumento do imposto sobre as sociedades, de 19% para 25% a partir de 2023, um ajustamento que de acordo com as estimativas do Governo permitirá aumentar as receitas fiscais em cerca de 1 p.p. do PIB.

Nos EUA, a Casa Branca propôs dois planos fiscais novos e ambiciosos com desembolsos em infraestruturas e em despesa social (*The American Jobs Plan* e *The American Families Plan*) para os próximos 10 anos, que esperam financiar com importantes aumentos de impostos às grandes empresas e aos rendimentos elevados. No caso dos impostos sobre as sociedades, as principais linhas que a atual Administração propõe são, em primeiro lugar, um aumento do imposto sobre as sociedades, dos atuais 21% para 28%. Um aumento significativo mas que se situa claramente abaixo do nível existente antes do corte acentuado promovido pela Administração Trump em 2017⁵. Em segundo lugar, sugerem aumentar e alterar dois impostos concebidos para minimizar o problema da transferência de lucros das multinacionais americanas

4. No âmbito dos rendimentos elevados, o FMI propôs a criação de um imposto de «solidariedade», também de carácter temporário.

5. Com a *Tax and Jobs Act 2017* o imposto de sociedades foi reduzido de 35% para 21%.

para territórios com uma baixa pressão fiscal (*profit shifting*, em inglês)⁶. Finalmente, propõem aplicar um imposto mínimo de 15% nos lucros contabilísticos (com alguns ajustamentos) das empresas com mais de 2.000 milhões de dólares de lucros⁷.

Está também prevista uma tributação mínima de 15% no Plano de Recuperação, Transformação e Resiliência apresentado pelo Governo espanhol à Comissão Europeia, bem como um possível aumento no imposto sobre as sociedades, com um foco especial na economia digital⁸. Neste sentido, a UE apresentará no decorrer deste 2T uma proposta para a taxa digital a nível europeu, que incide em reforçar o pagamento de impostos das grandes empresas tecnológicas e que poderá começar a ser aplicada em 2023.

Novas propostas fiscais sobre as multinacionais

Um dos elementos que aparece recorrentemente na maior parte das propostas nacionais é a dificuldade em taxar as grandes multinacionais. Estima-se que anualmente estas empresas consigam evitar cerca de 650.000 milhões de dólares em impostos (ver o segundo gráfico)⁹.

Ao longo das últimas décadas, vários organismos apresentaram, sem grande sucesso, várias propostas para alterar as normas fiscais internacionais. No entanto, recentemente uma delas tem vindo a ganhar força¹⁰. Trata-se de uma versão revista da iniciativa lançada pela OCDE (a GLOBE, iniciais de Global Anti-Base Erosion Proposal) que, como esta, possui dois elementos principais. O primeiro, um imposto mínimo global estipulado a nível internacional, impulsionado recentemente pelo presidente norte-americano Joe Biden.

Um segundo elemento é considerar as multinacionais como um órgão mundial conjunto em vez de órgãos independentes nos vários países onde operam. Com esta visão conjunta sobre as multinacionais, decide-se qual a percentagem dos lucros que será atribuída a cada país através de um rateio que considera elementos como o quadro de funcionários em cada país, o capital e inclusivamente as vendas. A partir desta distribuição, os países terão a liberdade de escolher qual a taxa final que devem aplicar, com o mínimo global estipulado como base. Esta metodo-

6. As multinacionais movimentam os lucros para filiais em países com baixos impostos sobre as sociedades. Uma maneira comum de movimentar estes lucros é através de preços de transferências inflacionados entre filiais de *inputs*, de elementos de propriedade intelectual ou de elementos de marca, entre outros.

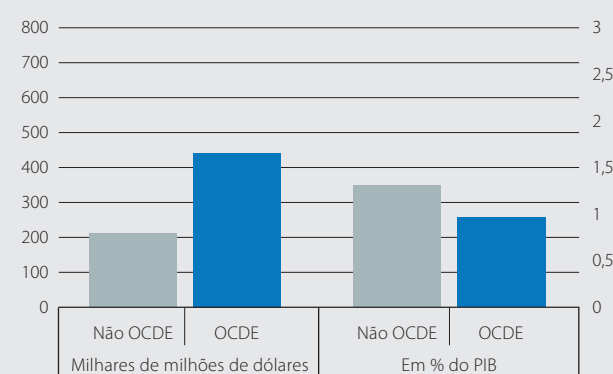
7. Os lucros contabilísticos podem diferir substancialmente dos lucros tributáveis, que possuem importantes deduções. O Tesouro propõe manter alguns ajustamentos, como por impostos pagos no estrangeiro, e estima que, na prática, esta proposta terá afetado apenas 42 empresas nos últimos anos (especialmente grandes empresas tecnológicas).

8. No caso de Espanha, as propostas sobre esta taxa mínima são calculadas sobre a base tributável.

Evasão fiscal das multinacionais

(Milhares de milhões de dólares)

(% do PIB)



Fonte: Crivelli, E., De Mooij, R. A. e Keen, M. (2015). «Base erosion, profit shifting and developing countries». IMF Working Paper.

logia é utilizada em vários estados federais da Alemanha e do Japão e é uma proposta séria que há tempo tem vindo a ser estudada dentro da própria UE¹¹.

Definitivamente, o elevado nível de dívida pública será um dos desequilíbrios macroeconómicos que vamos herdar da crise da COVID-19. Resolvê-lo irá exigir um crescimento económico sustentado e a redefinição de determinadas políticas fiscais. Por enquanto, estas políticas centraram as atenções no aumento fiscal sobre os indivíduos com rendimentos mais elevados e sobre as empresas, com atenção especial para as multinacionais. Nesta área, a das multinacionais, se bem que dificilmente mude radicalmente, para além da alteração que possa ocorrer em regiões amplamente integradas e parecidas, como a União Europeia, as alterações em estudo poderão resultar num impulso importante para as receitas fiscais, com o apoio das grandes economias mundiais.

9. Ver Crivelli, E., De Mooij, R. A., e Keen, M. (2015). «Base erosion, profit shifting and developing countries». FMI Working Paper. Outros situam-nas um pouco mais abaixo, nos 500.000 milhões de dólares.

10. Esta e outras propostas estão expostas em de Mooij, R. A., Klemm, M. A. Sr., e Perry, M. V. J. (2021). «Corporate Income Taxes under Pressure: Why Reform Is Needed and How It Could Be Designed». FMI.

11. Parte do plano *Business in Europe: Framework for Income Taxation* (BEFIT), anunciado pela Comissão Europeia em maio.

Riscos de sobreaquecimento nos EUA e consequências para a Zona Euro

Após uma contração do PIB de 3,5% em 2020, o bom andamento da atividade norte-americana e o elevado ritmo de vacinação sugerem que a economia poderá avançar mais de 6,0% em 2021. Além disso, a inflação subiu fortemente nos últimos meses (4,2% em abril, com um avanço de 3,0% no índice subjacente). Boa parte deste aumento reflete o impacto dos efeitos de base (ver o primeiro gráfico), pelo que é de esperar que a subida se vá dissipando no final de 2021. No entanto, o risco de sobreaquecimento da economia norte-americana aumentou devido às medidas mais recentes e importantes de despesa fiscal e aos estrangulamentos que se começam a observar em diversos setores, num contexto de forte recuperação da atividade económica.

Política monetária e sobreaquecimento nos EUA

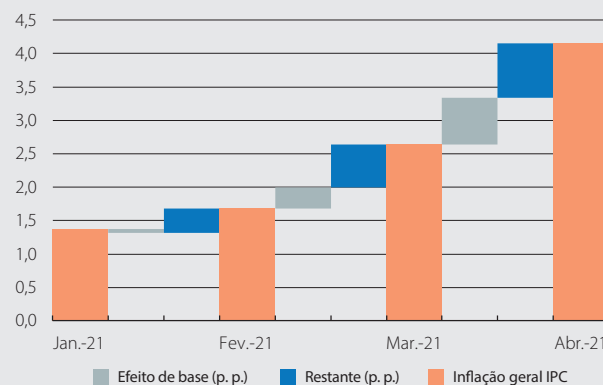
O risco de sobreaquecimento provocou um reajustamento das expectativas de mercado sobre a evolução da política monetária (ver o segundo gráfico). Por enquanto, a Fed não mostrou preocupação e mantém a sua *guidance* que as taxas de juro não subirão antes de 2024¹. Esta estratégia é suportada por uma recuperação que demorará a ser concluída em termos do mercado de trabalho (a taxa de desemprego situou-se em 6,1% em abril, claramente acima dos 3,5% anteriores à COVID)², bem como pela maior tolerância a uma inflação superior a 2% que a Fed formalizou na sua última revisão estratégica (após o período prolongado de inflação abaixo da meta nos últimos anos)³. Neste contexto, esperamos uma retirada muito gradual dos estímulos monetários⁴ com uma subida progressiva do *treasury* a 10 anos desde os atuais 1,6% para níveis próximos dos 2% no final do ano, impulsionada pelo processo de reabertura económica, pela inflação e pela maior emissão por parte do Tesouro.

Contudo, se o mercado de trabalho recuperar mais rapidamente que o previsto e os estrangulamentos não aliviarem, estimamos que a inflação subjacente se possa situar cerca dos 3% de forma sustentada em 2021 e 2022 (ver o terceiro gráfico). Se estes riscos de sobreaquecimento se intensificarem, a Fed poderá responder de duas formas:

1. No entanto, o mercado antecipa que os juros começarão a subir no início de 2023.
2. Além disso, a taxa de desemprego esconde o facto que 2,5-3 milhões de pessoas deixaram de procurar trabalho devido à pandemia (em muitos casos porque estão a cuidar de familiares). Isto equivalerá a uma taxa de desemprego entre 1,6 e 2 pontos mais elevada.
3. Ver o FOCUS «A nova estratégia da Fed» na IM10/2020.
4. A Fed manterá o atual ritmo de compras de ativos (*treasuries* e de MBS aproximadamente em 120.000 milhões de dólares por mês) até ao 1T 2022, momento no qual começará a reduzir o ritmo de compras. Uma vez finalizado o *tapering*, esperamos que a Fed se mantenha ativa no mercado através dos reinvestimentos. Relativamente às taxas de juro oficiais, não projetamos a primeira subida (+25 p. b.) até 2023.

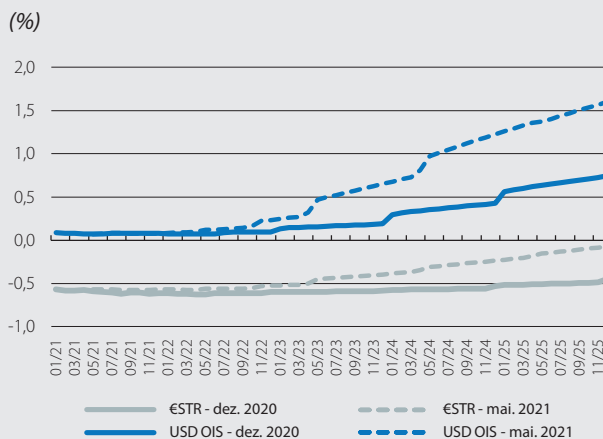
EUA: decomposição da variação da inflação geral

Variação homóloga (%)



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

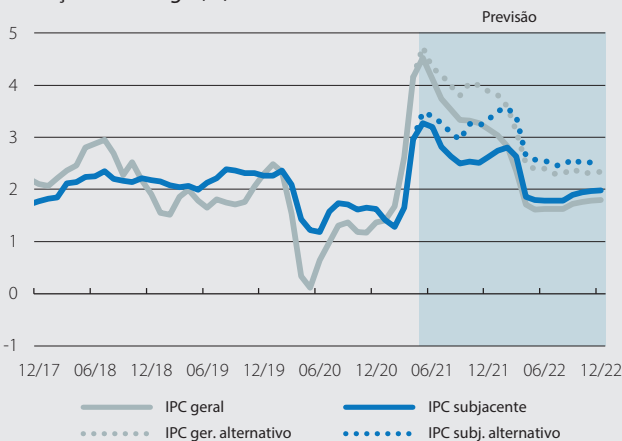
Taxas de juro: expectativas implícitas nas curvas de mercado



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

EUA: IPC

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BLS e mediante elaboração própria.

mostrando tolerância e insistir na sua *guidance* atual ou alterar as suas previsões e anunciar que pensa ultrapassar o *tapering* e efetuar a primeira subida de taxas de juro. A primeira opção – ser tolerante – poderá provocar uma forte subida das taxas de juro a longo prazo, uma situação que a Fed quererá evitar.

Por conseguinte, pensamos que perante a evidência de claras pressões inflacionistas a Fed escolherá a segunda opção: poderá adiantar o aumento das taxas de juro em setembro de 2022 e dar continuidade com aumentos mais sustentados em 2023 e 2024. Neste cenário, veremos a curto prazo um aumento significativo da inclinação da curva das taxas de juro devido ao aumento das taxas de juro reais resultante, quer da confirmação das melhores perspetivas de crescimento, quer das menores compras futuras de dívida pública por parte do banco central. Em 2022, a rentabilidade do treasury a 10 anos poder-se-á situar em níveis em torno dos 3% para depois descer ligeiramente (à volta dos 2,5%). No respeitante à taxa de câmbio, enquanto que o dólar deverá tender a desvalorizar-se se a Fed for excessivamente *dovish*, uma maior confiança em atualizar a sua *guidance* contribuirá para fortalecer a moeda.

Consequências para a Europa

Ao contrário dos EUA, na Europa os riscos que a inflação possa surpreender, aumentando persistentemente, são menores e pensamos que o BCE tomará as medidas necessárias para moderar o contágio de uma possível subida de juros nos EUA para a curva europeia (o aumento da inclinação da curva europeia não será tão acentuado como nos EUA). Por enquanto, é provável que a inflação da Zona Euro se situe acima dos 2% em 2021, mas este impulso reflete fatores técnicos e temporários. Quando estes fatores se desvanecerem, estimamos que a inflação voltará para níveis mais estáveis e continuará a necessitar do acompanhamento de uma política monetária acomodatória. Por conseguinte, prevemos que o BCE não cessará as compras líquidas ao abrigo do PEPP até ao 1T de 2022 e que as manterá dentro do APP até 2024. A sequencialidade que o BCE fixou na sua estratégia de retirada implica ser pouco provável que ocorram aumentos nas taxas de juro oficiais antes desse momento.

Contudo, os estrangulamentos e o impulso da procura global poderão afetar também a economia da Zona Euro e a sua inflação. No entanto, previsivelmente tal ocorrerá menos intensamente que no caso norte-americano, pois a recuperação europeia é claramente mais gradual e os estímulos fiscais são de menor dimensão que nos EUA. Neste cenário, a inflação poderá aproximar-se dos 2% antes do previsto pelo BCE. Contudo, após anos de *undershooting* do objetivo, a situação não deverá preocupar a instituição monetária. Por isso, pensamos que o BCE concentrará a

sua ação em evitar um aperto significativo das condições financeiras. Por outro lado, a possível desvalorização da taxa de câmbio do euro face à alteração de tendência da Fed não será determinante nas decisões que o seu Conselho de Governo adotar⁵.

Deste modo, embora o BCE possa iniciar a retirada do estímulo, fá-lo-á de uma forma moderada e ordenada. Por exemplo, este reajustamento poderá materializar-se mantendo o fim das compras líquidas do PEPP no 1T 2022, mas ultrapassando cerca de seis meses a finalização do APP (até ao segundo semestre de 2023), da mesma forma que a subida da taxa de juro *depo*, com um primeiro movimento de 25 p.b. no final desse ano. Por outras palavras, face a um sobreaquecimento americano deve-se esperar que a Zona Euro continue a operar num ambiente de condições financeiras acomodatórias.

5. Uma desvalorização do euro em 10% aumenta a taxa de inflação na Zona Euro em poucas décimas, sobretudo devido ao aumento dos preços da energia e o efeito tende a diluir-se no tempo. Ver o Focus «A sensibilidade da inflação à valorização do euro» na IM11/2017.

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

ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Atividade									
PIB real	2,2	-3,5	-9,0	-2,8	-2,4	0,4	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,0	2,2	-4,8	5,4	4,7	11,6	6,2	19,1	37,6
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	90,0	93,1	93,8	99,1	95,2	114,9	117,5
Produção industrial	0,9	-6,7	-14,2	-6,3	-4,3	-2,3	-5,7	1,0	16,5
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	45,7	55,0	59,0	61,4	60,8	64,7	60,7
Habitções iniciadas (milhares)	1.295	1.395	1.079	1.432	1.575	1.602	1.447	1.733	1.569
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	224	229	239	248	248	252	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	13,1	8,8	6,8	6,2	6,2	6,0	6,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	52,9	56,1	57,4	57,6	57,6	57,8	57,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-3,3	-2,7	-2,9	-3,3	-3,6	-3,5	-3,6	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	0,4	1,2	1,2	1,9	1,7	2,6	4,2
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	1,3	1,7	1,6	1,4	1,3	1,6	3,0

JAPÃO

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Atividade									
PIB real	0,0	-4,7	-10,2	-5,5	-1,0	-1,8	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	24,6	30,5	33,0	33,3	33,9	36,1	34,7
Produção industrial	-2,7	-10,6	-20,7	-12,7	-4,2	-1,5	-3,1	1,0	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-34,0	-27,0	-10,0	5,0	5,0	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	2,7	3,0	3,0	2,8	2,9	2,6	2,8
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,2	0,6
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,1	0,2	-0,8	-0,4	-0,4	-0,1	-0,5
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,3	-0,1

CHINA

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Atividade									
PIB real	6,0	2,3	3,2	4,9	6,5	18,3	-	-	-
Vendas a retalho	8,1	-2,9	-4,0	0,9	4,6	34,0	33,8	34,2	17,7
Produção industrial	5,8	3,4	4,4	5,8	7,1	24,6	35,1	14,1	9,8
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	50,8	51,2	51,8	51,3	50,6	51,9	51,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	527	409	444	527	629	37	14	43
Exportações	0,5	3,6	-0,2	8,4	16,6	48,9	-29,9	30,6	32,3
Importações	-2,7	-0,7	-9,5	3,6	5,4	28,2	-44,0	38,2	43,1
Preços									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	2,7	2,3	0,1	0,0	-0,2	0,4	0,9
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	7,1	6,9	6,6	6,5	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	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Vendas a retalho (variação homóloga)	2,4	-1,0	-6,6	2,4	1,5	1,9	-1,5	12,0	...
Produção industrial (variação homóloga)	-1,3	-8,6	-20,2	-6,8	-1,5	3,1	-1,8	10,9	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-18,5	-14,4	-15,6	-13,7	-14,8	-10,8	-8,1
Sentimento económico	103,7	88,2	72,0	88,5	91,4	95,3	93,4	100,9	110,5
PMI indústrias	47,4	48,6	40,1	52,4	54,6	58,4	57,9	62,5	62,9
PMI serviços	52,7	42,5	30,3	51,1	45,0	46,9	45,7	49,6	50,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,2	-1,6	-2,9	-2,1	-1,9	...	...	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,6	8,0	7,6	8,6	8,3	8,2	8,2	8,1	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	4,2	4,2	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5	...
França (% pop. ativa)	8,5	8,1	7,2	9,1	8,1	7,9	8,0	7,9	...
Itália (% pop. ativa)	10,0	9,3	8,5	9,9	9,8	10,2	10,2	10,1	...
PIB real (variação homóloga)	1,3	-6,7	-14,6	-4,1	-4,9	-1,8	-1,8	-	-
Alemanha (variação homóloga)	0,6	-5,1	-11,2	-3,8	-3,3	-3,1	-3,1	-	-
França (variação homóloga)	1,8	-8,0	-18,4	-3,5	-4,6	1,2	1,2	-	-
Itália (variação homóloga)	0,3	-8,9	-18,1	-5,2	-6,6	-1,4	-1,4	-	-

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	02/21	03/21	04/21
Inflação geral	1,2	0,3	0,2	0,0	-0,3	1,1	0,9	1,3	1,6
Inflação subjacente	1,0	0,7	0,9	0,6	0,2	1,2	1,1	0,9	0,7

Setor externo

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	02/21	03/21	04/21
Balança corrente	2,5	2,4	2,3	2,2	2,4	...	2,5	...	...
Alemanha	7,5	7,0	6,8	6,8	7,0	...	6,9	...	...
França	-0,7	-1,9	-1,4	-1,7	-1,9	...	-1,8	...	...
Itália	3,2	3,5	3,0	3,4	3,5	...	4,8	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	92,4	93,9	93,3	95,6	95,7	...	95,3	94,9	95,4

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	02/21	03/21	04/21
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,8	6,3	7,1	7,1	7,0	6,4	7,0	5,3	3,2
Crédito às famílias ^{2,3}	3,4	3,2	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0	3,3	3,8
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,1	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	...
Depósitos									
Depósitos à vista	8,0	12,9	12,9	14,1	15,2	16,1	17,1	14,2	12,7
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	0,3	1,0	1,4	1,0	1,0	0,9	0,3
Instrumentos negociáveis	-1,9	10,0	7,1	10,9	18,3	13,1	14,0	7,0	10,6
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

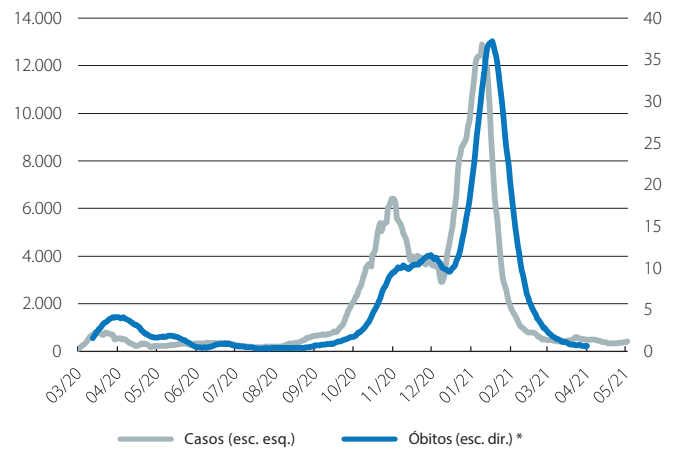
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.

Portugal: perspectivas de crescimento favoráveis a médio prazo

A situação epidemiológica continua a evoluir favoravelmente enquanto a economia mostra fortes sinais de recuperação. De acordo com os dados disponíveis, os números da COVID-19 mantiveram uma tendência favorável, com o número de casos a descer e o ritmo de vacinação a subir. Até 23 de maio, 32% da população tinha já recebido uma dose da vacina e nas faixas etárias de maior risco a percentagem de vacinados com pelo menos uma dose situava-se cerca dos 95%. Esta evolução permitiu que, no início de maio, fossem dados os últimos passos do desconfinamento. Assim, salvo algumas exceções, podemos considerar que a economia já está a operar em pleno funcionamento. Neste contexto, os indicadores de atividade registaram uma forte recuperação, com o indicador diário de atividade do Banco de Portugal a crescer 7% em cadeia na média dos primeiros 52 dias do 2T. Os indicadores relacionados com o consumo, embora permaneçam abaixo dos níveis de 2019, também recuperaram. Por exemplo, em abril, a venda de automóveis quadruplicou e os pagamentos eletrónicos cresceram mais de 50%. O investimento, medido pela formação bruta de capital fixo, cresceu 3,7% homólogo no 1T, graças ao avanço de 12,2% do investimento em maquinaria e à resiliência da construção, cujo investimento cresceu 6,4%. No que diz respeito à oferta, as melhorias são também evidentes mas menos acentuadas, em parte porque os últimos dados disponíveis só se referem a março, ou seja, em pleno confinamento. Apesar dos desenvolvimentos recentes serem positivos, o peso da queda do PIB no 1T (-3,3% em cadeia e -5,4% homólogo), implicou a revisão em baixa da nossa previsão para o crescimento em 2021 para 3,7%, menos 1,2 p.p. que na previsão anterior. Não obstante, devido ao forte crescimento esperado no segundo semestre deste ano, o movimento para 2022 foi o oposto, ou seja, o crescimento foi revisto em alta para 4,7%, mais 1,6 p.p. que o previamente projectado. Em resumo, a médio prazo, as perspectivas para a economia portuguesa melhoraram e o crescimento acumulado previsto para 2020-2022 é agora de 0,3% (anteriormente -0,1%).

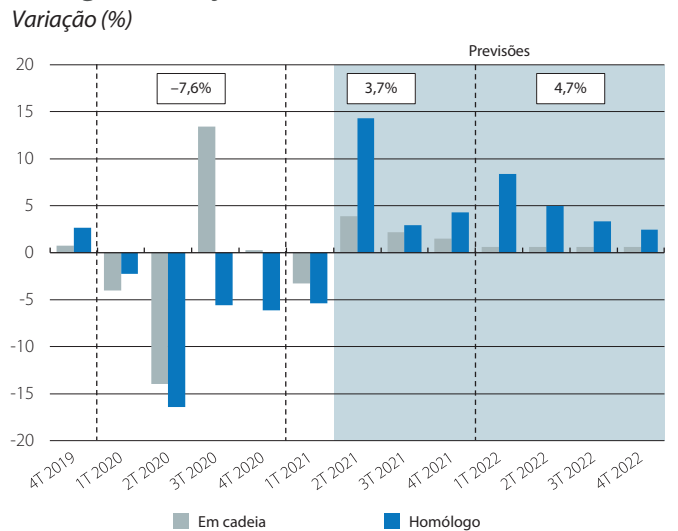
Sinais de leve melhoria no mercado de trabalho. No 1T, o emprego desceu em 49.000 pessoas relativamente ao trimestre precedente. Apesar da descida, trata-se de uma redução menor que a verificada no primeiro confinamento geral (-142.600). Por sua vez, a taxa de desemprego caiu para 7,1% (-0,2 p. p. em comparação com o 4T de 2020). No entanto, o volume de horas efetivamente trabalhadas caiu 6,4% em cadeia, o equivalente a menos duas horas semanais, em média, devido a fatores como os esquemas de *layoff* e o isolamento profilático. Por sua vez, em abril a taxa de desemprego foi de 6,9%, enquanto o desemprego registado nos centros de

Portugal: casos e óbitos de COVID-19 (Média móvel de 14 dias)



Nota: * Por 100.000 habitantes.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Direção-Geral da Saúde.

Portugal: evolução do PIB



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

Portugal: desemprego registado nos centros de emprego



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

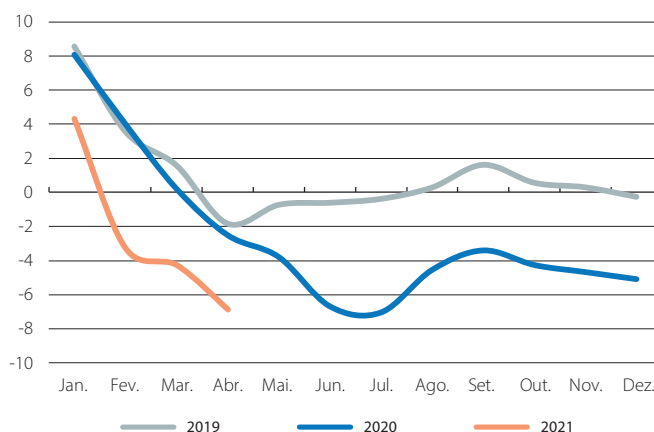
emprego diminuiu em cadeia (-8.963 pessoas), o que contrasta com os aumentos registados nos quatro meses anteriores. Não obstante, o número de desempregados registados nos centros de emprego excede ainda significativamente o registado antes da pandemia (+108.326 pessoas que em fevereiro de 2020). Considerando o efeito positivo das medidas de apoio ao emprego, revimos em baixa a nossa previsão para a taxa de desemprego em 2021, para 7,8%, embora a incerteza quanto ao impacto das restrições na atividade das empresas seja elevada.

O segundo confinamento e o reforço das medidas COVID pioraram as contas públicas nos primeiros quatro meses do ano. No cálculo acumulado até abril, o défice orçamental ficou em 6,9% do PIB, face aos 2,5% no mesmo período de 2020, um comportamento explicado pela queda significativa das receitas (-6,3% homólogo) e pelo aumento significativo das despesas (5,2%). A quase totalidade do aumento das despesas deveu-se às transferências correntes, muitas delas associadas à pandemia. De facto, as medidas COVID, onde se incluem as medidas relativas às receitas e à despesa, alcançaram 3,4% do PIB. Apesar da incerteza ainda existente, antecipamos que o impacto destas medidas nas contas públicas diluirá na segunda metade do ano, em linha com a melhoria da situação pandémica, com os avanços no plano de vacinação e com a recuperação da economia.

O turismo é o setor mais afetado pela pandemia. O confinamento restrito que teve lugar em dois meses do 1T refletiu-se em quedas superiores a 90% do número de turistas face a 2020 e a 2019. Contudo, as perspetivas para o resto do ano são razoavelmente positivas (aumento de 25% no conjunto de 2021 relativamente aos números de 2020), longe, em qualquer caso, dos níveis de 2019. Esta melhoria é fruto dos progressos no processo de vacinação, tanto no âmbito nacional como no âmbito internacional, se bem que possa ser muito afetada pela decisão das autoridades britânicas em incluírem Portugal na lista de destinos seguros (os turistas britânicos são dos mais importantes para Portugal e em 2019 representaram cerca de 8% da totalidade de turistas).

O mercado imobiliário continua a resistir. De acordo com a Confidencial Imobiliário (CI), os preços cresceram 3% homólogo em abril, mais 3 décimas que em março. No mesmo sentido apontam os dados de avaliação bancária, a qual aumentou 8% homólogo em abril, mais 1,1 pontos que em março. Finalmente, os dados da CI relativos às transações no 1T mostram um crescimento de 5,1% em cadeia e de 21% homólogo. Este comportamento e a permanência de fatores de apoio (baixo custo de financiamento, gestão prudente do final das moratórias e o prolongamento dos vistos gold até ao fim do ano) sugerem que os preços continuarão a sua expansão em 2021, embora a um ritmo menor. Assim, a nossa previsão é que cresçam 2,3% em 2021 (8,4% em 2020).

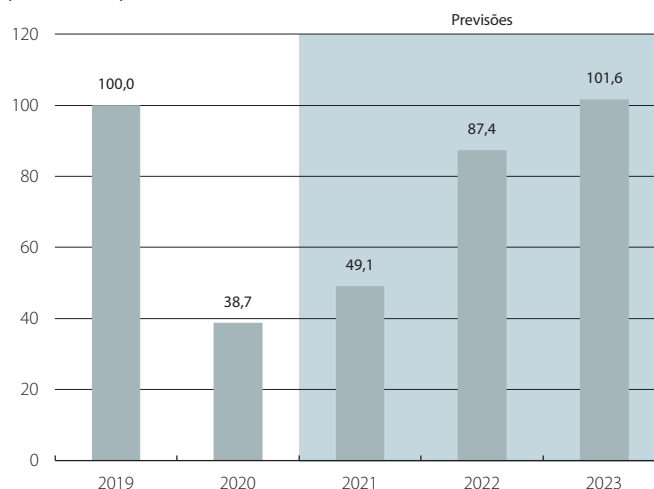
Portugal: saldo orçamental das Administrações Públicas* (% do PIB)



Nota: * Contabilidade pública.

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

Portugal: previsões do número de turistas (100=2019)



Nota: Estas previsões podem ser negativamente afetadas por decisão das autoridades britânicas em excluir Portugal da lista de destinos seguros.

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

Portugal: preço da habitação

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Confidencial Imobiliário.

Contas externas com sinais vitais tranquilizadores

- A pandemia trouxe a balança corrente para terreno negativo. A forte contração das exportações e o colapso do turismo traduziu-se num défice da balança corrente de 2.400 milhões de euros (1,2% do PIB) em 2020, algo que não acontecia desde 2012.
- Parte das perdas excepcionais registadas em 2020 serão recuperadas este ano. A da recuperação da procura global e recuperação (ainda incompleta) do turismo, sobretudo na segunda metade do ano, são aspetos chave para a melhoria da balança corrente in 2021.

Em 2020, tanto as exportações de bens e serviços como as importações registaram quedas históricas de 20,4% e 15,1%, respetivamente, mas as dinâmicas foram distintas nas balanças de bens e na dos serviços.

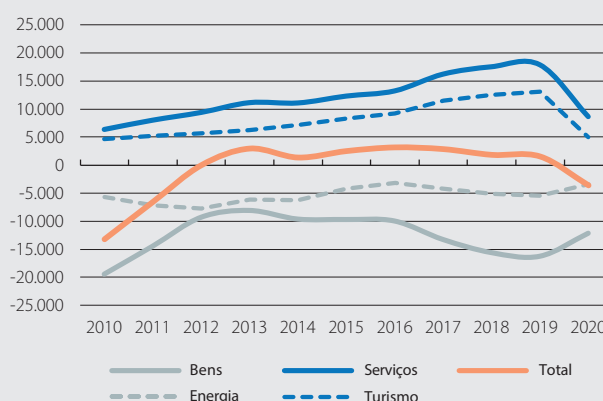
A balança de serviços encerrou o ano com um saldo positivo inferior ao de 2019 (8.600 milhões de euros, menos 9.200 milhões). Este declínio foi sobretudo por causa da queda do superavit turístico em 8.150 milhões de euros, dado que as exportações turísticas recuaram 57,6% enquanto que as importações caíram 46,1%. Mas os serviços não turísticos trouxeram boas notícias acerca da resiliência exportadora portuguesa. No seu conjunto, o saldo regrediu cerca de 1,000 milhões, para 3.650 milhões, por causa da queda do superavit dos transportes, fortemente relacionada com a atividade turística. Excluindo a componente dos transportes, a verdade é que o saldo não turístico aumentou 340 milhões, resultado de um avanço de 0,7% nas exportações e contração de 3,2% nas importações. Esta melhoria reflete comportamentos positivos em alguns dos setores, referindo-se apenas, pela sua importância, o aumento do saldo dos serviços TIC em cerca de 140 milhões de euros, com as respetivas exportações a aumentarem mais do que as importações: 8,6% e 3,6%, respetivamente. Assim, num ano dominado pelo enfraquecimento do turismo houve sinais de que a competitividade internacional dos restantes serviços se está a consolidar¹.

A balança de bens compensou parte das perdas nos serviços. Esta balança apresenta historicamente uma posição deficitária que, em ano de pandemia, melhorou em 4.100 milhões de euros, fechando o ano em -12.200 milhões de euros, com as exportações a contraírem menos do que as importações: -10% e -13,3%, respetivamente. Em termos nominais, as melhorias dos saldos da balança energética e não energética foram idênticas: aproximadamente 2.000 milhões de euros cada uma. O défice da balança energética caiu para 3.400 milhões de euros (5.400 milhões em

1. No European Innovation Scoreboard 2020, Portugal classificou-se entre os países fortemente inovadores, com desempenho superior à média na UE, destacando-se o melhor posicionamento em relação à UE no empreendedorismo, nascimento de novas empresas e entrada de investimento direto estrangeiro.

Portugal: saldos das balanças de bens e serviços

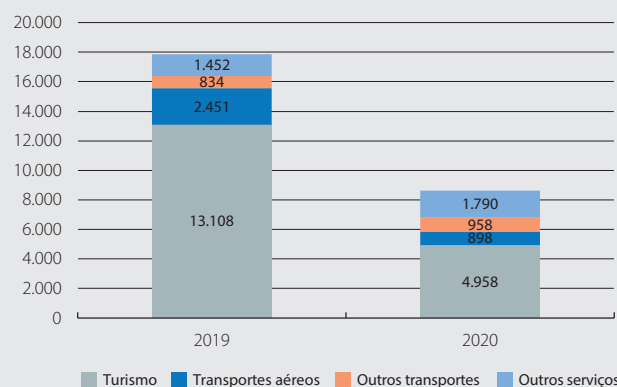
(Milhões de euros)



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

Portugal: saldos da balança de serviços

(Milhões de euros)



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

2019), principalmente justificado pela queda do preço do petróleo².

Por sua vez, o saldo da balança de bens não energéticos diminuiu para 8.800 milhões de euros, resultado de uma

2. Em termos médios anuais, o preço do Brent em euros caiu 30% em 2020. Em termos nominais, as exportações de energia caíram 32% e as importações 36%, enquanto que em quantidade as exportações de bens minerais caíram 6,4% e as importações 16,5%.

contração mais forte das importações (-10,2%) do que das exportações (-8,6%). Na balança não energética, destacam-se as melhorias dos saldos dos setores material de transporte (maioritariamente composto por automóveis), maquinaria e material elétrico e indústria alimentar³. No segmento material de transportes assistiu-se a uma melhoria do respetivo défice de 2.500 milhões de euros, enquanto que na comercialização de maquinaria e material elétrico o défice melhorou cerca de 860 milhões de euros. A indústria alimentar passou de situação deficitária a superavitária, registando um saldo de 226 milhões de euros, tendo as respetivas exportações aumentado 6,8% e as importações recuado 1,7%. Estes comportamentos resultaram num ganho de quota de cerca de 1% do setor exportador português segundo análise do Banco de Portugal⁴. De referir o bom desempenho das exportações para fora da EU, que em ano de pandemia aumentaram 1.500 milhões de euros, sinalizando o esforço de diversificação das exportadoras em ano de grandes restrições.

Finalmente, a balança de rendimentos passou de situação deficitária a superavitária, resultado da diminuição do pagamento de dividendos a não residentes. O saldo da balança de rendimentos foi de 1.200 milhões de euros, mais 1.940 milhões do que em 2019.

Enfim, a perda dos 8.150 milhões de euros na balança turística foi parcialmente compensada pela melhoria das balanças de rendimentos e da de bens, que beneficiou do efeito contração da procura interna nas importações e de alguma resiliência do setor exportador.

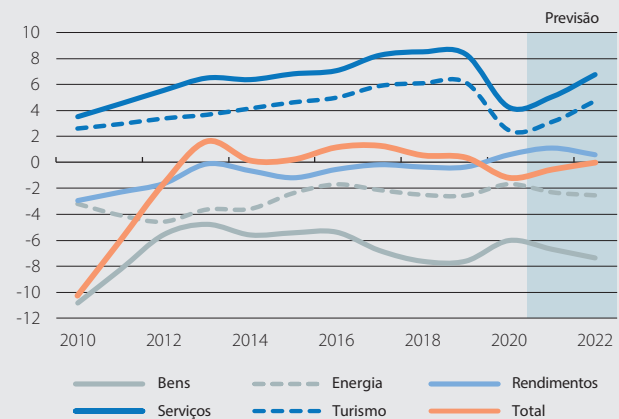
2021 será caracterizado por dinâmicas opostas. Por um lado, prevê-se que o turismo comece a recuperar, mas é provável que a recuperação seja gradual e longe de ser completa. Por outro lado, uma procura global mais forte irá favorecer as exportações portuguesas de bens e serviços não turísticos, mas as importações também aumentarão devido a uma procura doméstica mais forte e preços de energia mais altos. Por último, o saldo da balança de rendimentos terá um contributo positivo, visto que 2021 continua a ser dominado por um ambiente de baixas taxas de juro e Portugal beneficia de um efeito pontual (a devolução de 1.088 milhões de euros, 0,5% do PIB, por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira pagos por Portugal no âmbito do Programa de

3. O material de transporte e as máquinas e aparelhos elétricos representam cerca de 15% das exportações de bens totais, respetivamente, e a indústria alimentar cerca de 7%.

4. Boletim económico de maio do Banco de Portugal. Nos mercados da União Europeia, o ganho de quota resultou dos contributos dos produtos alimentares, dos minérios e metais comuns e das máquinas e aparelhos elétricos. Por mercado geográfico, destacam-se os ganhos de quota no comércio com Espanha e França.

Portugal: balança corrente

(% do PIB)



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

Assistência Económica e Financeira). No seu conjunto, estas forças levam-nos a projetar que o saldo da balança conta corrente se situe em torno de -0,5% do PIB em 2021, com as exportações de turismo ainda cerca de 50% abaixo dos níveis de 2019.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem 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	03/21	04/21	05/21
Índice coincidente para a atividade	1,1	-5,3	-6,1	-6,5	-5,5	-3,9	-3,1	-2,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-6,9	-24,1	-0,5	-2,1	-0,9	5,7	36,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-24,6	-19,4	-14,7	-13,6	-12,4	-9,7	-4,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	15,2	3,3	23,1	-11,3	12,7	34,4	65,3	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	-5,7	-21,6	-1,5	1,0	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	10,4	8,3	9,0	6,9	6,0	6,2	6,9	8,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	-75,7	-29,7	-57,6	-75,7	-86,3	-86,3	-84,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	-36,1	-37,8	-19,5	-19,1	-19,2	-16,8	-10,3
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,0	-12,1	-1,1	-1,9	-7,6	2,2	25,6	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,1	-5,7	-7,0	-7,3	-5,3	-2,4	-1,4	-0,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-27,7	-26,9	-26,2	-24,4	-23,0	-21,0	-16,7
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	-1,9	-3,6	-3,1	-1,2	-1,3	-0,3	1,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	7,0	5,7	8,0	7,3	7,1	6,6	6,9	...
PIB	2,5	-7,6	-16,4	-5,6	-6,1	-5,4	-	-	-

Preços

Percentagem 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	03/21	04/21	05/21
Inflação global	0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,2	0,4	0,5	0,6	1,2
Inflação subjacente	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,1	0,6

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	03/21	04/21	05/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	-10,2	-6,8	-7,8	-10,2	-8,0	-8,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	-15,1	-7,6	-12,0	-15,1	-15,7	-15,7	...	...
Saldo corrente	0,8	-2,4	-0,2	-2,2	-2,4	-2,2	-2,2	...	...
Bens e serviços	1,6	-3,6	-0,6	-3,0	-3,6	-3,3	-3,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	1,2	0,4	0,8	1,2	1,1	1,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,6	0,3	2,4	0,3	0,3	0,3	0,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	03/21	04/21	05/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	10,1	9,0	9,2	10,1	10,6	10,6	10,6	...
À vista e poupança	14,8	18,8	20,1	18,4	18,8	18,5	18,5	18,7	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	1,4	-1,0	0,4	1,4	2,4	2,4	2,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	-21,2	-15,7	-13,8	-21,2	-23,6	-23,6	-13,3	...
TOTAL	5,2	9,0	7,9	8,2	9,0	9,4	9,4	9,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-0,1	4,6	0,5	2,1	4,6	5,1	5,1	5,4	...
Empresas não financeiras	-3,7	10,5	1,0	4,4	10,5	11,0	11,0	11,0	...
Famílias - habitações	-1,3	2,1	-0,1	0,7	2,1	2,6	2,6	2,9	...
Famílias - outros fins	16,5	-1,2	1,5	1,3	-1,2	-1,0	-1,0	0,2	...
Administrações Públicas	-4,7	-4,3	-9,7	-5,7	-4,3	-5,1	-5,1	-3,9	...
TOTAL	-0,3	4,2	0,1	1,8	4,2	4,7	4,7	5,1	...
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.

A recuperação da economia espanhola avança

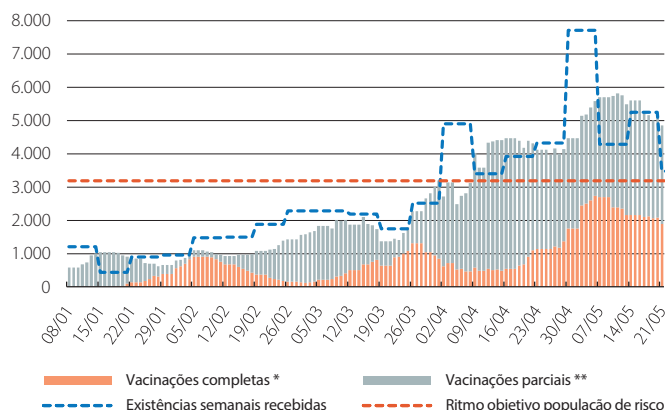
No 2T, um ponto de viragem para a economia espanhola. Em abril e maio ocorreu uma recuperação generalizada dos indicadores económicos graças ao avanço no processo de vacinação e à melhoria dos dados epidemiológicos, uma recuperação que prevemos irá continuar e se intensificará na segunda metade do ano. De facto, a pressão nos hospitais desceu em maio para mínimos que não eram observados desde setembro, sendo que o mês terminou com mais de 95% da população de maior risco (os maiores de 60 anos) com pelo menos uma dose da vacina administrada, um elemento fundamental para prosseguir com o levantamento das restrições. Convém destacar que o ritmo de vacinação continua claramente acima do ritmo do objetivo marcado (70% da população maior de 16 anos vacinada antes do final de setembro). O bom ritmo de vacinação permitirá que nos próximos meses seja ativado o consumo das famílias e do turismo (especialmente interno e europeu), ao qual se somarão os fundos NGEU durante a segunda metade do ano. Assim, mantemos a previsão que a economia espanhola crescerá 6,0% em 2021 e para 2022 aumentámos o crescimento previsto em 0,4 p. p. (de 4,4% para 4,8%) dado que a execução dos fundos NGEU previstos em 2021 se concentrará na segunda metade do ano, traduzindo-se num impacto mais concentrado no período final de 2021 e no início de 2022.

Melhoria significativa nos indicadores de atividade. A melhoria está a tornar-se patente numa ampla amostra de indicadores de atividade. Destaque para o aumento significativo do indicador CaixaBank de consumo interno elaborado a partir da atividade dos cartões espanhóis com um crescimento de 6% homólogo no mês de maio (+1% em abril e -4% no 1T de 2021), coincidindo com o fim do estado de emergência a 9 de maio e com o correspondente levantamento das restrições. Os PMI, índices que refletem o sentimento empresarial, não ficaram para trás. O PMI para o setor industrial alcançou em maio os 59,4 (57,7 pontos em abril), permanecendo numa cómoda zona de expansão (acima dos 50 pontos) com o valor mais elevado desde maio de 1998. Além disso, o seu homólogo do setor dos serviços também cresceu fortemente, situando-se nos 59,4 pontos (54,6 pontos em abril), o segundo mês consecutivo em que a atividade do setor está a crescer.

O mercado do trabalho alia-se às boas notícias. Especificamente, os dados de maio mostraram um aumento intenso no número de inscritos na Segurança Social e uma queda no número de trabalhadores afetados pelos programas de ERTE (Layoff) e desempregados registados. O número de inscritos aumentou em 211.923 pessoas, um dado em linha com o habitual no mês de maio, o de maior aumento do emprego no ano (+217.500 em média entre 2016 e 2019). O número de pessoas inscritas, incluindo as que estão ainda abrangidas pelos ERTE (Layoff), situou-se em mais 711.000 pessoas que há um ano, com uma taxa homóloga de 3,8% (3,2% em abril). Se não considerarmos os efeitos de base, os inscritos que não estão em ERTE

Espanha: ritmo de vacinação e receção semanal de existências

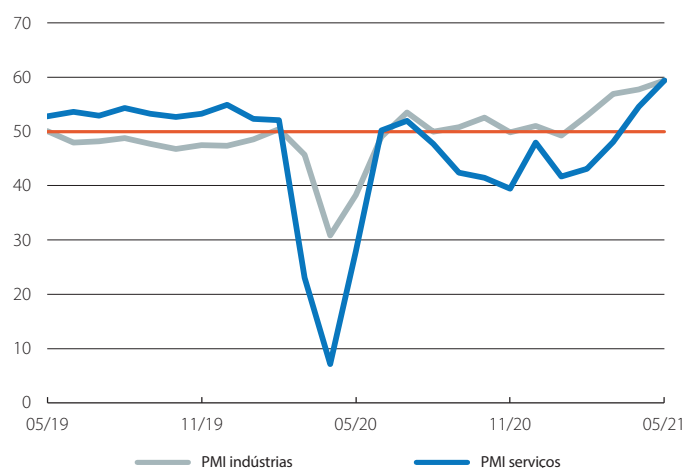
Doses por 100.000 habitantes (acumulados de 7 dias)



Notas: * Vacinação completa: 2.ª dose das vacinas da Pfizer, Moderna ou AstraZeneca, ou 1.ª dose da Janssen-J&J. ** Vacinação parcial: 1.ª dose das vacinas da Pfizer, Moderna ou AstraZeneca.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Saúde espanhol.

Espanha: indicadores de atividade

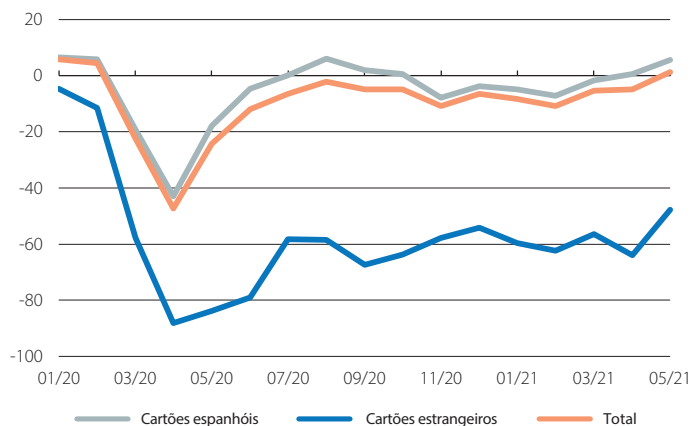
Nível



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

Espanha: indicador de consumo do CaixaBank*

Variação homóloga (%)



Nota: * Este indicador inclui a despesa com cartões emitidos pelo CaixaBank, despesa de não clientes em Terminais de Pagamento Automático (TPA) do CaixaBank e levantamentos em caixas automáticas CaixaBank.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

(Layoff) desceram 5,7% em termos homólogos em maio, uma melhoria relativamente aos dados de abril (-6,1%). Os resultados no desemprego registado foram também positivos, com uma descida muito significativa relativamente a abril (-129.378), se bem que o número de desempregados continua a ser muito elevado (3,78 milhões). Finalmente, o número de trabalhadores em ERTE (Layoff) caiu para 542.000 no final de maio (-95.414 em comparação com o final abril), uma dinâmica positiva que esperamos que possa continuar nos próximos meses à medida que o setor do turismo prossiga a recuperação da sua atividade.

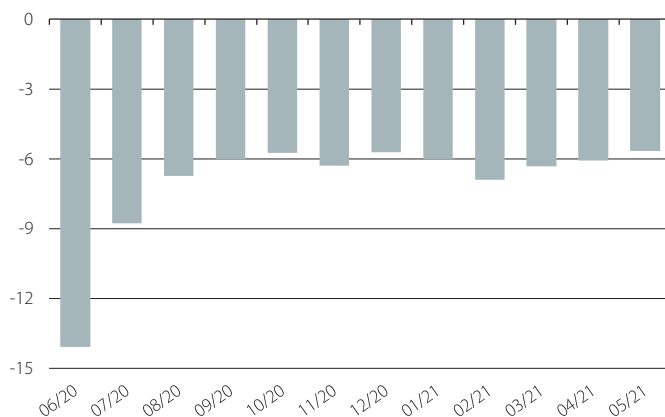
As duas faces da inflação: a geral, muito elevada e a subjacente, contida. A inflação aumentou para 2,7% em maio (2,2% em abril). À espera do detalhe por componentes, a subida é explicada pelo aumento do preço dos combustíveis, face às descidas que foram observadas há um ano no meio da primeira vaga da pandemia na Europa. Por outro lado, a inflação subjacente (que exclui as componentes mais voláteis) situou-se nos 0,2%, uma subida modesta de 2 décimas relativamente ao mês anterior. Assim, a inflação geral continua dominada pelos efeitos de base nos preços da energia – efeitos que se irão atenuando ao longo do ano –, enquanto as componentes subjacentes se mantêm ainda em níveis muito moderados.

As contas públicas continuam afetadas pela COVID-19. Em particular, o défice consolidado do conjunto das Administrações Públicas (A. P.), sem considerar os organismos locais (O. L.), situou-se em 1,3% do PIB no 1T de 2021 (0,3% no 1T de 2019 e 0,9% no 1T de 2020). O aumento do défice relativamente ao 1T de 2020 veio pelo lado das despesas, visto que aumentaram 4%, enquanto as receitas se mantiveram praticamente estáveis (-0,1%). É de esperar que a deterioração das contas públicas atenuem ao longo do ano à medida que a recuperação económica ganhe força e a economia volte a funcionar, uma situação que já se vislumbrava no défice do Estado de abril (menos 15% em comparação com o défice de janeiro-abril de 2020). Por sua vez, a dívida pública continuou a aumentar e fechou o 1T em cerca de 125% do PIB, +29,5 p. p. em comparação com o final de 2019.

Os preços da habitação em Espanha evidenciam subidas moderadas. O preço da avaliação da habitação avançou 0,2% em cadeia no 1T de 2021 e igualou o registo do trimestre anterior, enquanto em termos homólogos o seu ritmo de descida desacelerou (-0,9% em comparação com -1,8% no 4T). Por conseguinte, apesar da crise económica provocada pela COVID-19, o setor imobiliário está a mostrar uma enorme capacidade de resiliência mercê de uma sólida posição de partida das famílias (baixo endividamento em termos agregados), um mercado imobiliário sem excesso de oferta, uma resposta contundente em termos de política económica que permitiu o apoio aos rendimentos das famílias e condições financeiras menos restritivas. Destaca-se especialmente que as compras e vendas da habitação evoluíram muito positivamente no primeiro trimestre do ano, lado a lado com o grande dinamismo das compras e vendas de habitação nova (+10,1% no acumulado de janeiro a março relativamente ao mesmo período em 2019).

Espanha: inscritos que não estão na situação de ERTE (Layoff) *

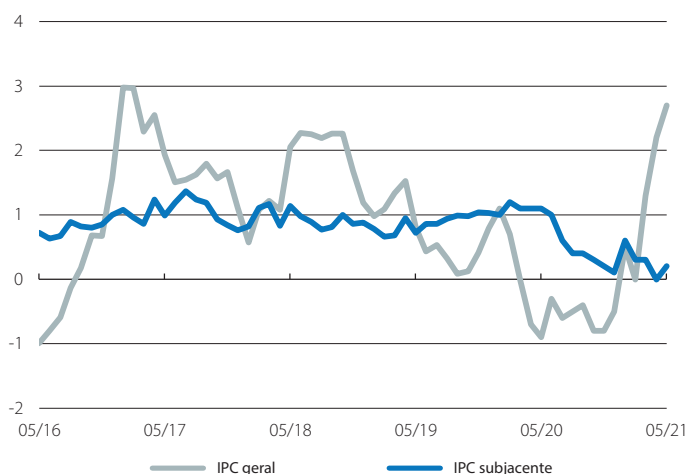
Variação homóloga (%)



Nota: * Inscritos que não estão em situação de ERTE (Layoff) (total ou parcial). A variação homóloga em maio de 2021 é calculada alterando o número de inscritos em maio de 2020 com o número médio de inscritos em maio de 2019 mais a variação homóloga em fevereiro de 2020. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Ministério espanhol do Trabalho, Migrações e da Segurança Social.

Espanha: evolução do IPC

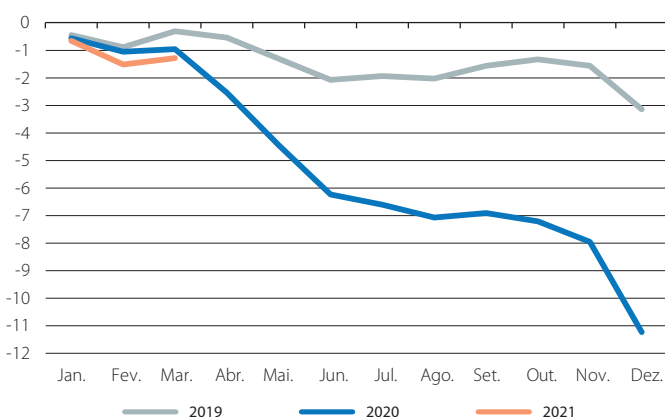
Variação homóloga (%)



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

Capacidade/necessidade de financiamento consolidado das Administrações Públicas (sem organismos locais)

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Intervenção Geral da Administração do Estado espanhol (IGAE).

A substituição do numerário pelo cartão como meio de pagamento durante a pandemia

- A pandemia trouxe uma substituição do numerário por pagamentos com cartão, como mostra a análise com dados internos anonimizados do CaixaBank.
- Este efeito de substituição nota-se quer a nível agregado como a nível setorial, em particular nas categorias de despesa com alimentação e bens duradouros.

A irrupção da pandemia trouxe consigo alterações de hábitos ao nível do consumo. Um deles foi o impulso que o *e-commerce* teve, especialmente no segmento dos bens duradouros, o que fez com que as compras pela Internet diminuíssem a distância relativamente às compras presenciais¹. No entanto, as compras em lojas físicas continuam a ser a opção mais utilizada pela maior parte dos consumidores e é aqui onde, neste artigo, colocaremos o foco.

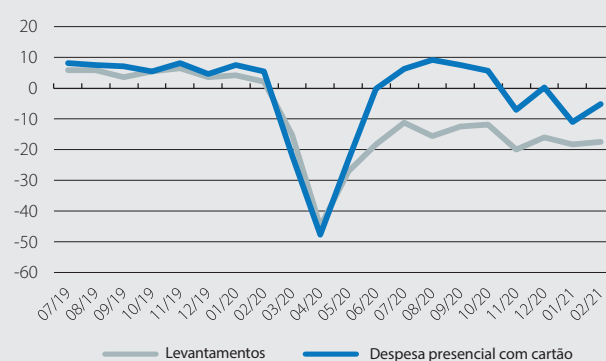
Nas lojas físicas, a pandemia também trouxe alterações. Explorá-las-emos, com dados internos do CaixaBank sobre pagamentos totalmente anonimizados. Especificamente, os nossos dados permitem-nos analisar em que medida ocorreu a substituição da utilização de numerário pela utilização do cartão como método de pagamento (no restante artigo denominaremos esta alteração de hábitos como «efeito de substituição»)².

No primeiro gráfico, mostramos a evolução da despesa com cartão feita presencialmente em terminais de pagamento automático (TPA) do CaixaBank face à evolução dos levantamentos efetuados em caixas automáticas do CaixaBank (os levantamentos servem-nos como aproximação da utilização de numerário para efetuar pagamentos). Tal como é possível observar, ambas as séries se comportavam de forma semelhante no período anterior à pandemia e durante os meses de confinamento generalizado do 2T 2020. No entanto, desde junho de 2020, quando grande parte das restrições foram levantadas, abriu-se uma lacuna entre a evolução da despesa presencial com cartão e a dos levantamentos. Este diferencial foi especialmente acentuado durante o período de junho a outubro de 2020 e persiste desde novembro de 2020, mas com uma certa tendência a diminuir³.

Após um comportamento semelhante no período anterior à pandemia, a abertura da lacuna entre ambas as séries é indicativa do efeito de substituição⁴. Além disso, o efeito de substituição poderá ser inclusivamente mais for-

Espanha: despesa presencial com cartão em terminais TPA do CaixaBank em comparação com levantamentos em caixas automáticas do CaixaBank

Varição homóloga (%)



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

te que o observado no gráfico: os nossos dados baseiam-se em levantamentos de dinheiro mas existem evidências que, durante a pandemia, as famílias fizeram uma maior utilização do numerário como depósito de valor, em lugar de o utilizar como meio de pagamento (isto é demonstrado pelo artigo referido na nota de rodapé número 2).

Além da análise agregada, a alteração de comportamento dos consumidores também se deixa intuir em setores específicos de atividade. Infelizmente, pela natureza anónima do pagamento em numerário, não podemos saber quanto gastam os espanhóis em numerário, em cada setor. No entanto, é possível abordar esta questão comparando a evolução da despesa presencial com cartão segundo os nossos dados internos e com a evolução da faturação em grandes superfícies que o INE de Espanha fornece a nível setorial⁵. Dado que a faturação é composta, em grande medida, pela despesa com cartão e pelo pagamento em numerário, a comparação de ambas as

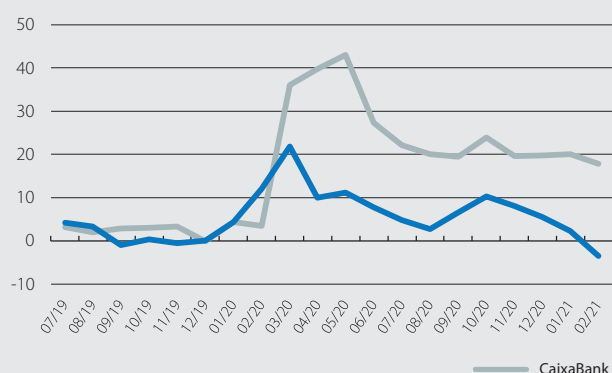
4. Para comprovar a representatividade dos dados internos, constatámos que a proporção de consumo agregado e por vários grupos de idade observada no Monitor de Consumo do CaixaBank é muito parecida com a proporção do inquérito de orçamentos familiares do INE de Espanha nos tipos de bens comparáveis entre as duas bases de dados (alimentação e bebidas, vestuário e calçado ou restaurantes e hotéis).

5. Para fazer a comparação, centramo-nos nos setores da alimentação e de bens duradouros (eletrónica, têxtil, móveis...). De acordo com os dados do Monitor de Consumo do CaixaBank, ambos os setores representaram 50,4% do total da despesa presencial com cartão em 2019.

1. Ver o Focus «O despertar do *e-commerce* no setor *retail*» na IM12/2020.
2. O BCE publicou recentemente um artigo onde também documentam este efeito de substituição. Ver Zamora-Pérez, A. (2021). «The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond transactional use». ECB Economic Bulletin, Issue 2/2021.
3. O diferencial de crescimento homólogo médio entre ambas as séries foi de 21 p. p. entre junho e outubro de 2020 e de 13 p. p. entre novembro de 2020 e fevereiro de 2021.

Espanha: despesa presencial com cartão em terminais TPA do CaixaBank em comparação com a faturação do INE espanhol (alimentação)

Variação homóloga (%)



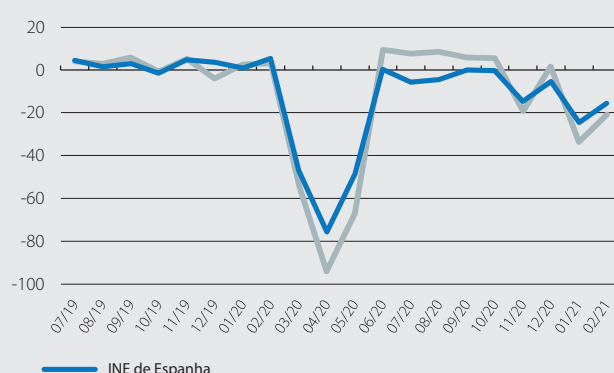
Fonte: BPI Research, a partir de dados do CaixaBank e do INE espanhol.

séries antes e durante a pandemia pode capturar o efeito de substituição a um nível mais desagregado (ver o segundo e terceiro gráfico)⁶.

Tal como podemos verificar, a lacuna é positiva e significativa para a despesa em alimentação e bens duradouros quando se compara o comportamento anterior à pandemia e os dados entre junho e outubro de 2020 (período no qual as restrições à atividade foram menores). No entanto, quando é feita a comparação face ao período compreendido entre junho de 2020 e fevereiro de 2021, a diferença é significativa apenas na categoria da alimentação⁷. Este resultado é coerente com a informação resultante do primeiro gráfico que, como vimos, mostra que a lacuna entre a despesa presencial com cartão e os levantamentos tem-se vindo a reduzir desde novembro de 2020.

Espanha: despesa presencial com cartão em terminais TPA do CaixaBank em comparação com a faturação do INE espanhol (bens duradouros)

Variação homóloga (%)



Definitivamente, a nossa análise indica uma alteração de hábitos entre os consumidores como consequência da pandemia, a favor de uma utilização mais intensiva do cartão como método de pagamento, em detrimento do numerário. A questão crucial é a de saber em que medida este efeito de substituição será estrutural, algo para o que precisaremos de ver a evolução dos dados durante algum tempo assim que a (nova) normalidade estiver instaurada.

6. Especificamente, a faturação é composta pelas receitas recebidas em numerário, pelos pagamentos com cartão e através de transferências e autorizações. Nos setores explorados, o peso dos pagamentos domiciliados deverá ser reduzido, pelo que estes últimos não alterarão significativamente as conclusões da nossa análise.

7. Para determinar se a diferença entre a série com dados internos e a série do INE de Espanha é significativa, utilizamos a estatística de diferença em diferenças (DD): a diferença entre a lacuna de crescimento homólogo entre os dados internos e os dados do INE de Espanha entre dois períodos distintos (anterior à pandemia e durante a pandemia).

A elevada dívida pública espanhola: perspectivas e alavancas para uma boa digestão

A dívida pública espanhola alcançou os 1,34 biliões de euros em 2020, um aumento de 24,5 p.p. em proporção do PIB em comparação com 2019, para 120%. Trata-se de um aumento inevitável devido à queda do PIB e à elevada despesa pública que teve que ser feita para atenuar o impacto da pandemia – não é por acaso que o défice público em 2020 foi de 10,1% sem as ajudas financeiras ao Sareb, mas que deixa uma fatura de digestão pesada.

Reduzir um *stock* tão elevado de dívida demorará tempo, mas no contexto económico atual existem elementos que podem ajudar a fazer com que a digestão seja um pouco mais suportável do que aquilo que estes números astronómicos podem dar a entender.

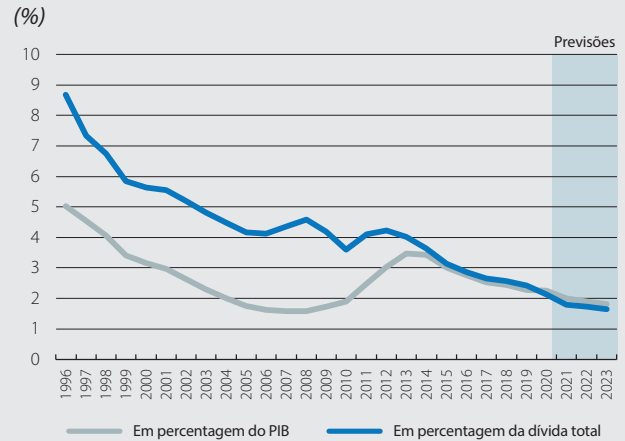
Em primeiro lugar, a queda das taxas de juro (o custo médio da dívida do Estado fechou 2020 em 1,86%, -0,33 p.p. relativamente a 2019) e o prolongamento dos vencimentos representaram um importante balão de oxigénio para a economia de forma a aliviarem a carga da dívida. Especificamente, a fatura de juros seguiu uma clara trajetória descendente, tendo-se situado em 2,2% do PIB em 2020. Esta dinâmica deverá continuar nos próximos anos, devido à manutenção de taxas de juro baixas e porque a dívida emitida há anos e que ainda irá vencer possui juros superiores. As previsões do Governo situam a fatura de juros em 1,8% do PIB em 2023.

Em segundo lugar, os programas de compras de ativos do BCE adquiriram elevados volumes de dívida espanhola nos mercados secundários. Estas compras intensificaram-se em 2020 com o lançamento do Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) de tal forma que as aquisições líquidas de dívida espanhola por parte do BCE (120.000 milhões de euros) foram equivalentes a algo mais de 100% das necessidades de financiamento líquido (109.900 milhões de euros). Assim, no final de 2020, a dívida pública nas mãos do BCE representava 37% do PIB, deixando o equivalente a 83% do PIB nas mãos dos restantes investidores.

Finalmente, uma execução bem-sucedida do NGEU nos próximos anos e a sua canalização para utilizações mais produtivas e transformacionais da economia permitirão elevar de forma sustentada o crescimento potencial espanhol, o que poderá acelerar a redução da dívida pública em termos do PIB.

Estes elementos fornecem certamente margem de manobra para uma redução gradual dos desequilíbrios das contas públicas para reduzir a dívida, mas será também importante adotar medidas para reequilibrar as contas públicas a médio prazo.

Espanha: juros da dívida pública



Fonte: BPI Research, a partir de previsões segundo o Programa de Estabilidade espanhol 2021-2024.

Para fins exemplificativos, analisámos qual seria a trajetória de redução da dívida pública espanhola até 2031 com um saldo primário médio na próxima década, assim como o saldo entre 2015 e 2019 (-0,2% do PIB ajustando pelo ciclo), quando Espanha cimentou a sua última recuperação económica. No exercício mantemos um ambiente de taxas de juro baixas, como o atual, e utilizamos um crescimento nominal estável de acordo com a previsão a longo prazo do FMI (3,1%). Os resultados mostram que a dívida reduziria para 108% do PIB em 2031 (ou para 114% se o custo da dívida evoluísse de acordo com as expectativas de mercado dos juros a cinco anos)¹.

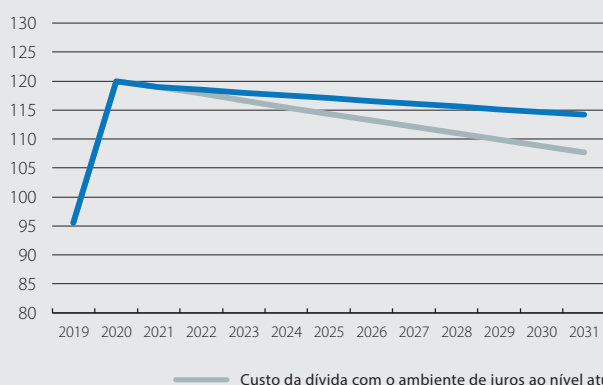
De facto, a via mais eficaz para reduzir a dívida pública de forma mais ligeira e menos dolorosa é conjugar um reequilíbrio gradual das contas públicas – para não desgastar a capacidade de crescimento da economia – com um crescimento económico elevado e sustentado. Um exemplo ilustrativo que mostra o poder do crescimento é o período 1996-2007 no qual, graças ao elevado crescimento (crescimento nominal de 7,4% de média anual), a dívida pública espanhola diminuiu em quase 30 p.p. sem cortes de despesa e sem aumentos elevados de impostos. Em particular, se o crescimento nominal médio da economia nos próximos 10 anos for 1 p.p. superior à previsão a longo prazo do FMI (4,1% em vez do 3,1%) e se o défice primário manter uma evolução como a de 2015-2019, a dívida pública em 2031 situar-se-á em 98% do PIB se se mantiver o atual ambiente de taxas de juro (104% se o custo da dívi-

1. Especificamente, se denominarmos o rácio de dívida pública sobre o PIB no ano t como d_t , o saldo fiscal primário (sem juros) como b_t , a taxa de juro como i_t e o crescimento do PIB nominal como g_t , a evolução é:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

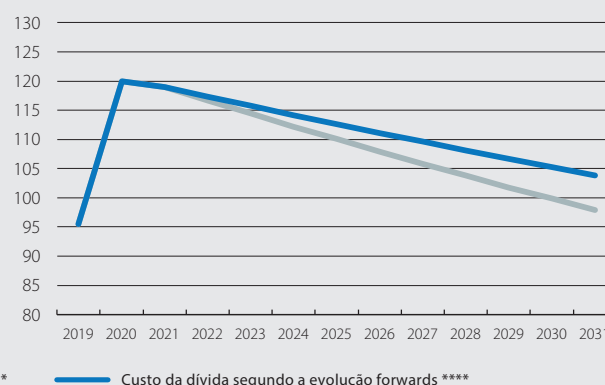
Espanha: redução da dívida pública com saldo primário 2015-2019 *

Dívida pública (% do PIB)



Espanha: redução da dívida pública com um crescimento em 2022-2031 1 p. p. maior que o previsto **

Dívida pública (% do PIB)



Notas: * Saldo primário entre 2022 e 2031 como a média entre 2015 e 2019 ajustado pelo ciclo (-0,2% do PIB). Crescimento do PIB nominal de acordo com a previsão a longo prazo.

** Igual ao painel da esquerda, mas com um crescimento nominal de 4,1%. *** Custo da dívida a partir das expectativas da taxa de juro do mercado a 5 anos, sendo 2,5% em média.

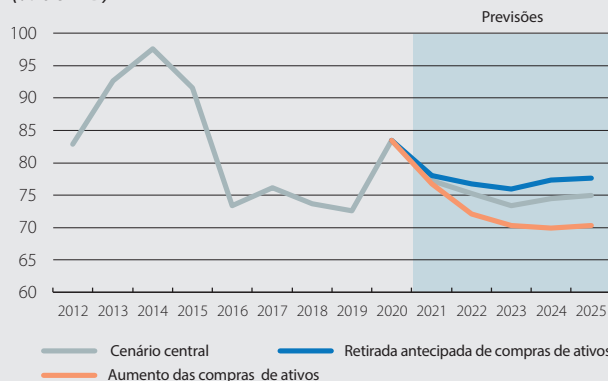
Fonte: BPI Research.

da evoluir de acordo com as expectativas de mercado dos juros a 5 anos), apenas ligeiramente acima do rácio anterior à pandemia. Daí a importância de aproveitar ao máximo o NGEU para conseguir um crescimento elevado e, ao mesmo tempo, equilibrado e sustentado.

Finalmente, muito se falou do importante efeito de confiança que tem o facto de o BCE ser um dos principais detentores de dívida pública. Manter-se-á este efeito nos próximos anos? O que irá acontecer a partir de março de 2022, quando está previsto terminarem as compras líquidas do PEPP? No último gráfico, mostramos a evolução da dívida pública espanhola líquida na posse do Eurosystema em 2021-2025 em três cenários diferentes: o cenário central², um cenário com uma retirada das compras líquidas mais cedo do que espera o mercado³ e um terceiro cenário com aumento dos estímulos⁴. Tal como podemos observar, em qualquer destes três cenários, a dívida pública líquida destas posses situar-se-ia abaixo dos 80% do PIB graças, sobretudo, à importância do reinvestimento do capital no seu vencimento. Assim, o BCE continuará a ser durante muitos anos um detentor muito importante de dívida pública espanhola, algo que não variará substancialmente em função de como moldarem os seus programas de compras líquidas nos próximos anos.

Espanha: dívida pública líquida dos ativos em posse no BCE

(% do PIB)



Nota: * Ver mais detalhes sobre estes cenários nas notas de rodapé 1, 2 e 3 deste Focus.
Fonte: BPI Research.

Definitivamente, a sustentabilidade da dívida pública não está em questão graças a um ambiente macrofinanceiro favorável: juros baixos, vencimentos longos e o apoio do BCE. No entanto, se este ambiente tão extraordinariamente favorável não durar para sempre, será imprescindível conseguir um crescimento dinâmico, sustentado e duradouro que assegure que a digestão da dívida pública seja suportável.

2. Ao abrigo do PEPP, compras líquidas a um ritmo de 60.000 milhões mensais até março de 2022 e reinvestimentos do capital até finais de 2023.

3. Redução gradual do ritmo de compras do PEPP para 30.000 milhões de euros no 1T 2022, quando cessarem as compras líquidas e os reinvestimentos se prolongarem também até finais de 2023.

4. Compras de 80.000 milhões de euros durante o 2T e 3T de 2021 que depois se reduzem para 60.000 milhões durante o 4T de 2021 e o 1T e 2T de 2022 e, finalmente, para 40.000 milhões no 3T de 2022. O programa prolongar-se-á quer no tempo (seis meses mais) quer no montante e os reinvestimentos estender-se-ão até meados de 2024.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem 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	03/21	04/21	05/21
Indústria									
Índice de produção industrial	0,7	-9,5	-23,2	-5,3	-2,5	2,6	12,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,9	-14,0	-27,8	-11,9	-11,0	-7,3	-5,7	2,6	4,6
PMI das indústrias (valor)	49,1	47,5	39,4	51,4	51,1	53,0	56,9	57,7	59,4
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	17,2	-12,8	-12,5	-19,1	-19,9	-19,1	-16,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	3,6	-12,7	-11,9	-17,8	-17,7	-17,8	-15,7	...	...
Preço da habitação	5,1	2,1	2,1	1,7	1,5	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	1,4	-36,8	-22,8	-50,7	-72,6	-85,4	-88,0	...	...
PMI dos serviços (valor)	53,9	40,3	28,4	47,3	43,0	44,3	48,1	54,6	59,4
Consumo									
Vendas a retalho	2,3	-7,1	-18,3	-3,5	-2,9	-0,4	14,3	41,0	...
Matrículas de automóveis	-3,6	-29,2	-68,6	-7,5	-13,2	12,7	128,0	1.787,9	177,8
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-22,8	-27,9	-26,9	-26,3	-22,1	-17,4	-11,6	-9,9
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,3	-2,9	-6,0	-3,5	-3,1	-2,4	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,1	15,5	15,3	16,3	16,1	16,0	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,6	-2,0	-4,4	-3,0	-2,0	-1,4	-0,5	3,2	3,8
PIB	2,0	-10,8	-21,6	-8,6	-8,9	-4,3	-	-	-

Preços

Percentagem 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	03/21	04/21	05/21
Inflação global	0,7	-0,3	-0,7	-0,5	-0,7	0,6	1,3	2,2	2,7
Inflação subjacente	0,9	0,7	1,1	0,5	0,2	0,4	0,3	0,0	...

Setor externo

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

	2019	2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	03/21	04/21	05/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,8	-10,0	-7,2	-8,9	-10,0	-8,1	-8,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,0	-14,7	-9,3	-13,3	-14,7	-14,0	-14,0	...	...
Saldo corrente	26,6	7,4	18,1	11,5	7,4	5,0	5,0	...	...
Bens e serviços	37,5	16,7	27,7	20,3	16,7	15,4	15,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,9	-9,3	-9,6	-8,8	-9,3	-10,5	-10,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	30,8	12,4	22,6	16,3	12,4	9,9	9,9	...	...

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	2T 2020	3T 2020	4T 2020	1T 2021	03/21	04/21	05/21
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,4	7,5	8,0	9,0	8,7	8,9	7,9	...	...
À vista e poupança	10,7	12,3	13,0	13,8	13,7	14,1	12,7	...	...
A prazo e com pré-aviso	-13,4	-16,5	-16,1	-16,5	-17,1	-20,4	-21,9	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	8,8	1,0	-6,6	5,2	11,8	11,2	14,7	...	...
TOTAL	5,6	7,1	7,1	8,7	8,9	9,1	8,2	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-1,5	1,2	1,5	2,0	2,4	2,3	1,9	0,4	...
Empresas não financeiras	-3,4	4,9	6,1	7,1	7,9	7,8	6,3	1,6	...
Famílias - habitações	-1,3	-1,8	-2,1	-1,8	-1,5	-1,0	-0,7	-0,4	...
Famílias - outros fins	3,2	0,8	0,7	0,3	-0,1	-1,8	-1,4	-0,6	...
Administrações Públicas	-6,0	3,0	0,1	1,1	8,8	9,5	13,0	16,2	...
TOTAL	-1,7	1,3	1,5	1,9	2,7	2,7	2,6	1,3	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,8	4,5	4,7	4,6	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.

Conhecendo os riscos climáticos e o seu impacto no setor financeiro

Nesta altura já ninguém se deveria surpreender ao ler que as alterações climáticas são um fenómeno que terá um impacto muito importante na atividade económica. O setor financeiro, como peça fundamental na engrenagem económica, poderá contribuir para a diminuição das alterações climáticas mas também sofrer os seus efeitos. Neste artigo deixamos de lado as oportunidades que a agenda oferece para conter as alterações climáticas e centramo-nos na segunda questão: a análise do impacto dos riscos climáticos no setor financeiro.

Os riscos climáticos: como identificá-los e quantificá-los

A exposição do setor financeiro aos riscos climáticos distingue-se em função da sua origem. Por um lado temos os riscos de transição, que englobam as perdas que podem ser originadas por alterações tecnológicas, reguladoras ou nas preferências dos consumidores dirigidos a cumprir os objetivos climáticos. Exemplos destes riscos de transição são, por exemplo, os riscos que poderão sofrer as empresas que se dediquem à exploração ou distribuição de carvão para a produção de energia, o combustível fóssil que mais emissões de gases com efeito estufa (GEE) produz. Para cumprir os objetivos de redução de emissões da Comissão Europeia (55% para 2030 relativamente aos níveis de 1990), estas empresas deverão ajustar os seus processos de produção para se adaptarem a um novo quadro regulamentar.

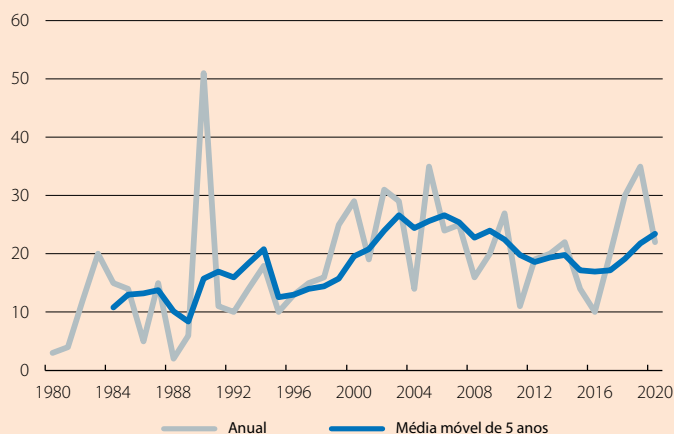
Para avaliar a importância deste risco para o conjunto do setor financeiro da Zona Euro, é necessário explicar se os setores económicos aos quais foi concedido um maior volume de crédito são também os mais contaminantes, visto ser razoável supor que as empresas com maiores emissões serão mais sensíveis às alterações associadas à transição energética. No entanto, hoje em dia não é fácil obter esta informação, pois apenas uma minoria de empresas divulgam dados sobre as suas emissões. De acordo os últimos dados da Task Force on Climate-Related Disclosure, em 2019 apenas 26% das 1.700 empresas incluídas na sua amostra a nível global reportaram as suas emissões de GEE segundo a classificação *scope* (ou alcance)¹ e 33% publicaram objetivos climáticos. Para contornar esta dificuldade, num exercício recente o BCE avaliou as emissões poluentes em 2018 das empresas não financeiras destinatárias do grosso do financiamento bancário². Através deste exercício, o BCE concluiu que os empréstimos bancários ao setor extrativo e energético (responsáveis conjuntamente por cerca de 20% das emissões totais) representam apenas 5% da carteira de crédito a empresas não financeiras, uma exposição relativamente baixa. No entanto, o crédito concedido às indústrias representa 20% do total, enquanto as suas emissões pressupõem 40% do total, o que sugere que a exposição neste setor poderá ser uma fonte de risco climático em agregado (embora se deva ter em conta a heterogeneidade na intensidade de emissões dentro deste setor).

Por outro lado, é preciso ter em conta os riscos físicos, aqueles que potencialmente podem deteriorar os ativos através da maior frequência e violência de fenómenos meteorológicos adversos (como incêndios, inundações, vagas de calor ou tempestades). Estima-se que em 2019 as perdas económicas resultantes de eventos meteorológicos extremos alcançaram 1% do PIB da Zona Euro, um número que poderá aumentar nos próximos anos se estes eventos se tornarem mais frequentes.

De forma semelhante ao exposto para os riscos de transição, o principal canal de impacto dos riscos físicos sobre o setor financeiro provém da exposição do setor das empresas mais suscetíveis de verem a sua atividade ou os seus ativos intensamente afetados por estes riscos, por exemplo, uma empresa cuja fábrica se encontra numa zona potencialmente alagável próxima

Zona Euro: desastres naturais

(Número em unidades)



Nota: Os desastres naturais contabilizados pelo FMI são secas, temperaturas extremas, inundações, desabamentos, tempestades e incêndios. A maior parte dos desastres incluídos neste gráfico correspondem a tempestades.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Climate Change Indicators Dashboard do FMI.

1. As emissões distinguem-se entre as emissões diretas da atividade da empresa (*scope* 1), as emissões causadas pelo consumo energético (*scope* 2) e as emissões produzidas ao longo de toda a sua cadeia de valor, desde a obtenção das matérias-primas até à utilização dos seus produtos ou serviços por parte dos consumidores (*scope* 3).

2. No exercício são tidas em conta as empresas com empréstimos bancários de mais de 25.000 euros que, conjuntamente, representam 4 biliões de euros e 80% do crédito a empresas não financeiras. Ver «Climate-related risks to financial stability». Financial Stability Review (2021).

de um rio ou que seja muito vulnerável a incêndios. Caso estes eventos acabem por se materializar, a capacidade destas empresas em criar receitas reduzir-se-á, o que por sua vez diminuirá a sua qualidade creditícia³. Como nos riscos de transição, quantificar a exposição aos riscos físicos não é simples, mas começaram a ser dados alguns passos significativos. Seguindo a metodologia proposta pelo Network for Greening the Financial System⁴, o BCE utilizou as situações das empresas não financeiras identificadas na análise de exposição a riscos de transição e cruzou-as com modelos climáticos para avaliar a sua vulnerabilidade aos fenómenos meteorológicos adversos. Assim, estima-se que 5% da carteira de crédito bancário empresarial da Zona Euro está já muito exposta a estes riscos ou estará antes de 2040, enquanto 25% da carteira poderá ver um aumento na sua exposição a estes riscos. Por regiões, no centro e norte da Europa o principal risco provém das zonas potencialmente alagáveis, enquanto no sul da Europa os principais riscos são os incêndios e as vagas de calor.

Quais são os próximos passos?

É essencial que as instituições do setor financeiro tenham em conta os riscos ambientais na sua tomada de decisões, para protegerem os seus balanços e a estabilidade financeira no seu conjunto. Até agora, a falta de informação e não possuir uma uniformização adequada sobre o cálculo e modelação destes riscos contribuiu para que as instituições financeiras apenas os tenham em conta voluntariamente. No entanto, as instituições financeiras da Zona Euro deverão avaliar a sua exposição a estes riscos através de um teste de stress climático pela primeira vez em 2022, que será o primeiro exercício obrigatório que servirá aos bancos e ao supervisor como aprendizagem⁵. Neles, os bancos deverão avaliar os seus balanços num horizonte de tempo amplo para vários cenários climáticos: i) cenário de transição ordenada (o regulamento é implementado de forma gradual e progressiva e permite alcançar os objetivos climáticos limitando os custos resultantes dos riscos físicos e da transição), ii) transição desordenada (o regulamento implementa-se de forma tardia e abrupta, pelo que os custos resultantes dos riscos de transição são superiores aos da transição ordenada) e iii) «terra-estufa» (não é aplicado nenhum regulamento e não são cumpridos os objetivos climáticos, pelo que não existem custos de transição, embora os físicos sejam muito relevantes). Para começar a preparar o terreno, o BCE já publicou conclusões preliminares para o conjunto da Zona Euro onde mostra qual seria o impacto a nível agregado de cada cenário, na probabilidade da falta de pagamento dos vários setores económicos. Os resultados mostram como é no último cenário, onde a probabilidade de falta de pagamento aumenta mais para todos os setores da economia. Dito de outro modo, os riscos físicos resultantes da inação são potencialmente mais caros para o setor financeiro que os resultantes dos riscos de transição. O seguinte passo deverá ser feito individualmente pelos bancos em 2022.

Se bem que estes testes de stress sejam muito úteis para marcar o caminho a seguir nos próximos anos e para influenciar a tomada de decisões das instituições financeiras⁶, a escassez e o percurso para melhorar a qualidade de informação climática não permitirá que estes testes sejam suficientemente completos ou representativos. Por este motivo, não se considera que os seus resultados tenham impacto nos requisitos de capital, embora possam motivar algumas recomendações por parte do supervisor bancário. Assim, embora ainda exista muito trabalho por fazer na identificação dos riscos climáticos, está-se a avançar paulatinamente na direção correta para que o sistema financeiro seja mais resistente às alterações climáticas e desta forma contribua para descarbonizar a economia.

3. Normalmente, no caso de falta de pagamento, os bancos podem executar as garantias (ou colateral), mas é importante frisar que estas também estão sujeitas aos riscos climáticos, tanto físicos como de transição.

4. Ver «Case studies of environmental risk analysis methodologies». NGFS Occasional Paper (2020).

5. O Banco da Inglaterra recomendou aos principais bancos do Reino Unido fazerem este mesmo exercício durante a segunda metade de 2021.

6. Um estudo recente do BCE mostra que os bancos que realizaram testes de stress financeiros em 2016 reduziram o seu risco de crédito em comparação com os bancos que não os realizaram. Ver Kok, C. *et al.* (2021). «The disciplining effect of supervisory scrutiny in the EU-wide stress test». ECB Working Paper Series, n.º 2551.

Bancos centrais e alterações climáticas: entre atuar e não atuar

Quer os indivíduos quer as instituições podem contribuir para a luta contra as alterações climáticas. Nós, consumidores, podemos acrescentar um pequeno contributo ao escolhermos, por exemplo, produtos e serviços com uma menor pegada de carbono. O setor público pode acrescentar um contributo muitíssimo maior, com incentivos ao investimento para melhorar a eficiência energética e desenvolver tecnologias menos poluentes e, sobretudo, introduzindo um valor nas emissões de carbono. Por seu lado, que papel podem ter os bancos centrais nesta área? Neste artigo, centrar-nos-emos na forma como o BCE (no quadro da sua revisão estratégica) poderá integrar critérios climáticos na sua tomada de decisões.

Porque deverão os bancos centrais ser proativos?

Os bancos centrais das economias avançadas – também o BCE – têm no seu mandato a estabilidade de preços. Alguns, além disso, fixam objetivos de outras variáveis macroeconómicas, como o emprego. Em qualquer caso, nenhum deles inclui explicitamente nos seus objetivos a luta contra as alterações climáticas. Não obstante, existe um vasto consenso que as alterações climáticas têm implicações importantes na economia e na estabilidade dos preços, que os bancos centrais não podem ignorar. Por exemplo, a maior frequência e severidade de eventos meteorológicos adversos poderá aumentar a volatilidade no crescimento económico e na evolução dos preços. De facto, alguns modelos estimam que a mera expectativa que isto aconteça afeta já as expectativas de inflação e reduz a taxa de juro natural¹, limitando a (por si só escassa) margem da política monetária para estimular a economia. No caso da Zona Euro, este fator pressupõe um desafio adicional para o BCE, pois o impacto das alterações climáticas é diferente em cada um dos seus países.

Além disso, na Europa, os tratados europeus obrigam ao BCE a apoiar as políticas e objetivos da UE, sempre que isso não prejudique a estabilidade dos preços. Já que a Comissão Europeia tem como objetivo estratégico a luta contra as alterações climáticas (o *Green Deal* e o fundo de recuperação Next Generation EU são um claro exemplo deste compromisso), o BCE não apenas poderá, mas deverá, integrar as alterações climáticas na sua tomada de decisões.

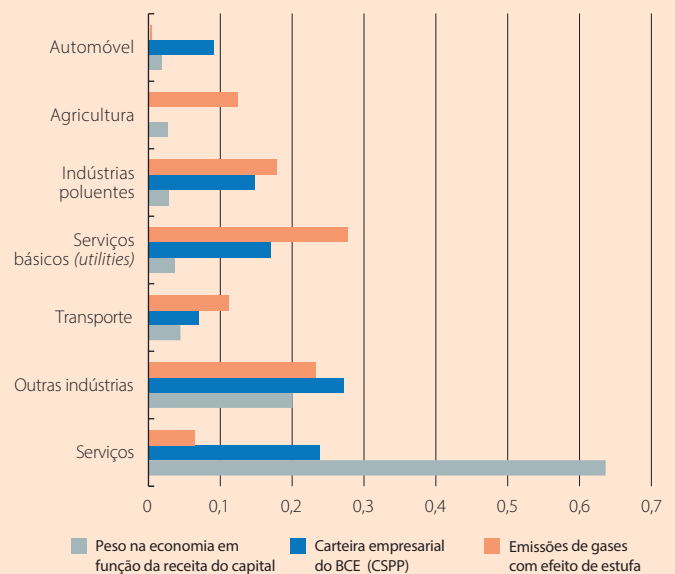
Por outro lado, os riscos climáticos constituem uma ameaça para a estabilidade financeira. Também pressupõem uma ameaça para o próprio banco central, entre outras, porque o seu balanço está exposto aos riscos climáticos através dos títulos de dívida soberana e empresarial que adquirir no mercado. Assim, para o desenvolvimento correto da política monetária, seria necessário que os bancos centrais também gerissem adequadamente a exposição climática dos seus ativos.

Porque não deverão os bancos centrais ser pró-ativos?

Existem também argumentos contra uma contribuição ativa dos bancos centrais para a luta contra as alterações climáticas. Por um lado, poderia interpretar-se que, ao atuarem neste âmbito, as instituições monetárias estariam a ultrapassar as suas atuais competências. Especificamente, embora a luta contra as alterações climáticas gere um amplo consenso no cenário científico, não deixa de ser uma decisão política. Os governos são os responsáveis em assumir o mandato da sociedade neste âmbito e são, conseqüentemente, os principais agentes nas políticas climáticas. Neste sentido, o facto de um banco central tomar partido e influenciar na dotação de recursos económicos sem o mandato democrático para isso, pode ser entendido como uma diminuição da sua independência política. Além disso, o impacto direto que qualquer banco central pode ter sobre o nível de emissões é baixo.

Por outro lado, se o banco central decidir favorecer ativos de setores menos poluentes, pode-se considerar que não estaria a cumprir o princípio de neutralidade do mercado². No entanto, na Europa, este princípio apresenta algumas nuances. O trata-

Zona Euro: dívida nas mãos do BCE, peso na economia e emissões por setor



Nota: O CSPP é o programa de compra de dívida empresarial do BCE (Corporate Sector Purchase Program). Emissões diretas de GEE (Scope 1).

Fonte: Papoutsis, M. et al. (2021). «How unconventional is green monetary policy?»

1. Ver Dietrich, A. et al. (2021). «The Expectations Channel of Climate Change: Implications for Monetary Policy». CEPR Discussion Paper 15.866.

2. As compras de ativos devem refletir o mercado elegível para garantir que os preços relativos dos títulos no mercado não sofram distorções.

do da UE estipula que o BCE deve atuar de acordo com «o princípio de uma economia de mercado aberta e de livre concorrência, fomentando uma dotação de recursos eficaz». Neste sentido, quando ocorre uma falha de mercado (como é a falta de internacionalização dos riscos climáticos no preço dos ativos financeiros), a dotação de recursos pode ser ineficiente. Seguindo este argumento, a discriminação por parte do BCE de ativos em função da sua exposição aos riscos climáticos poderá encaixar nos tratados ao atenuar uma falha de mercado e melhorar a eficiência da dotação. De facto, a composição atual da carteira de dívida empresarial do BCE não cumpre a neutralidade de mercado. De forma particular, a carteira de obrigações de empresa replica adequadamente o universo de obrigações elegíveis, mas não a estrutura económica da Zona Euro³. Além disso, devido à maior participação de setores intensivos em emissões no mercado de rendimento fixo empresarial europeu, a carteira de obrigações de empresa do BCE apresenta uma importante tendência para o carbono.

Como poderá o BCE integrar a luta contra as alterações climáticas no seu mandato?

Embora os bancos centrais possam atuar face às alterações climáticas, parece evidente que não devem liderar esta luta. Por outro lado, podem (dentro dos limites do seu mandato) complementar a ação dos governos. Neste sentido, o BCE tem à sua disposição várias ferramentas no âmbito da política monetária e da supervisão bancária com as quais integra os riscos climáticos na sua tomada de decisões e de operações (ver a tabela).

Em primeiro lugar, o BCE poderia ajustar o seu programa de compra de ativos privados⁴ para adquirir dívida apenas de empresas que divulguem uma determinada informação climática ou possuam um *rating* climático. Esta opção, que gera consenso no Conselho de Governo do BCE, faria melhorar a transparência da informação climática e, portanto, ajudaria os mercados financeiros a classificar emissores e ativos consoante a sua exposição aos riscos climáticos (facilitando assim a internacionalização destes riscos no preço dos ativos).

O BCE poderia também dar um passo mais além e discriminar em função dos riscos climáticos, mostrando preferência pela dívida de empresas que cumpram determinados critérios climáticos, ou excluindo os emissores e ativos mais intensivos em emissões de carbono (e, portanto, mais em conflito com os objetivos de descarbonização da UE)⁵. Estas medidas, se bem que sejam mais

Opções do BCE para integrar critérios climáticos nas suas operações

Ferramentas de política monetária	Operações de crédito (MRO, LTRO, TLTRO...)	Ajustar a taxa de juro em função do destino do crédito (por exemplo, nível de alinhamento com a taxonomia verde UE).
		Condicionar o acesso ao destino do crédito (por exemplo, nível de alinhamento com a taxonomia verde UE).
		Condicionar acesso/taxa de juro à composição do colateral apresentado (em função dos seus riscos climáticos).
		Associar o acesso à divulgação de informação climática por parte de instituições/contrapartes.
	Colateral	Expandir a elegibilidade do colateral verde (por exemplo, permitir que as instituições acedam a uma tranche adicional de financiamento).
		Ajustar o <i>pricing</i> (<i>haircut</i>) do colateral em função do risco climático associado/nível de alinhamento com a taxonomia verde UE.
		Excluir ativos em função do perfil de risco climático do emissor ou da intensidade de emissões dos ativos subjacentes.
		Alinhamento do conjunto de ativos elegíveis (<i>collateral pool</i>) com objetivos climáticos determinados.
	Programa de compra de ativos	Associar a elegibilidade à divulgação dos riscos climáticos por parte de instituições/contrapartes.
		Exclusão de emissores/ativos mais intensivos em emissões de carbono.
		Ajustar o programa de compra de ativos em função do seu risco climático (maior inclinação para ativos/emissores verdes).
		Associar compras à divulgação dos riscos climáticos por parte de emissores/ <i>rating</i> com avaliação climática.
Ferramentas no âmbito da supervisão bancária	Ajustar as exigências de capital dos bancos em função da sua exposição aos riscos climáticos.	
	Integração dos riscos climáticos no processo de avaliação e revisão supervisora (SREP).	
	Introdução de teste de stress climático/análise de cenários climáticos para o setor bancário.	
	Requisitos de maior transparência na informação de riscos climáticos por parte das instituições de crédito.	

■ Medida pró-ativa para impulsionar a transição verde

■ Medida de proteção face aos riscos climáticos

Fonte: BPI Research, a partir de NGFS (2021). «Adapting central bank operations to a hotter world: Reviewing some options».

3. Ver Papoutsis, M. e Schneider, M. (2021). «How unconventional is green monetary policy?». Working Paper.

4. Ajustamentos no programa de compra de obrigações soberanas (PSPP) seriam mais difíceis de implementar, pois o BCE deparar-se-ia com a dificuldade de distinguir entre políticas e a falta de indicadores climáticos por países.

5. Alguns bancos centrais de economias avançadas já avançaram nesta direção: o Banco da Suécia (Riksbank) apenas compra obrigações de empresas que cumpram normas e padrões internacionais em matéria de sustentabilidade, enquanto o Banco da Inglaterra anunciou recentemente que ajustará o seu programa de compra de obrigações de empresa para integrar o impacto climático dos emissores.

proativas, tornar-se-iam difíceis de aplicar sem uma divulgação consistente dos riscos climáticos por parte das empresas, que ainda se encontra numa fase inicial e se aplica apenas a empresas cotadas em bolsa. Além disso, suscitam alguma controvérsia no Conselho de Governadores do BCE. Primeiro, porque, como foi mencionado, poderiam entrar em conflito com o princípio de neutralidade de mercado⁶. Segundo, porque constituem uma solução temporária (a compra de ativos faz parte da política de expansão do BCE e a sua duração está teoricamente limitada no tempo, enquanto as alterações climáticas são um desafio a longo prazo). E, terceiro, porque poderiam acarretar um risco de reputação para o BCE se os emissores forem menos verdes do que informam⁷.

Em segundo lugar, o BCE poderia efetuar ajustamentos nas operações de crédito com instituições financeiras no quadro de ativos de garantia (ou colateral) com o objetivo de favorecer as exposições verdes e tornar menos atraentes as de maior pegada de carbono. Especificamente, para além de condicionar o acesso ao financiamento à divulgação de informações climáticas, o BCE poderia também ajustar a taxa de juro de algumas destas operações em função do destino do crédito. Por exemplo, o BCE poderia lançar um programa de financiamento verde (*green TLTRO*), no qual a taxa de juro que os bancos pagam estivesse condicionada a um aumento do crédito a atividades alinhadas com a taxonomia verde da UE. De forma semelhante, o BCE poderia ajustar a avaliação dos ativos que lhe são apresentados como garantia em função dos riscos climáticos que identifica (de facto, o BCE já aceita colateral com vários *haircuts*⁸, em função do seu perfil de risco). Assim, poderia atribuir um menor *haircut* aos ativos mais alinhados com a taxonomia verde da UE.

Em qualquer caso, perante a falta, neste momento, de informação empresarial consistente e normalizada sobre a exposição aos riscos climáticos, é de esperar que o BCE atue com prudência e que, pelo menos num primeiro momento, dê prioridade em assegurar uma extensa divulgação dos riscos climáticos por parte de empresas e instituições financeiras que contribua para a internacionalização dos riscos climáticos nos preços dos ativos e que sirva como base para tomar mais medidas neste âmbito.

Finalmente, no âmbito da supervisão bancária, o BCE começou já a tomar medidas para melhorar a qualidade e quantidade de dados climáticos disponíveis, bem como a compreensão dos riscos climáticos e o seu impacto, para que possam ser tratados como mais um risco financeiro. Entre estas medidas, destaque para a publicação do guia sobre riscos meio ambientais e climáticos⁹ que, entre outros, coloca o foco na divulgação da informação climática por parte dos bancos. Adicionalmente, o BCE pediu aos bancos que elaborem planos de ação para alinharem as suas práticas com as propostas do guia (que farão parte do processo supervisor anual conhecido como SREP). Finalmente, destaque também para o lançamento em 2022 de testes de stress climáticos, nos quais os bancos autoavaliarão a sua exposição aos riscos climáticos e o seu nível de preparação para os abordar – embora este exercício não tenha por enquanto repercussão nos requisitos de capital dos bancos.

6. Além disso, o universo de Obrigações Verdes ainda é pequeno hoje em dia, pelo que se o BCE apenas comprasse Obrigações Verdes, não poderia implementar adequadamente a sua política monetária.

7. A emissão de Obrigações Verdes não se traduz necessariamente em emissões menores ou decrescentes por parte das empresas. Ver Ehlers, T. *et al.* (2020). «Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level». BIS Quarterly Review.

8. Corte no valor – ou *haircut* – que se aplica a estes ativos para diminuir os riscos de liquidez e de crédito do BCE.

9. ECB Banking Supervision (2020). «Guide on climate-related and environmental risks».

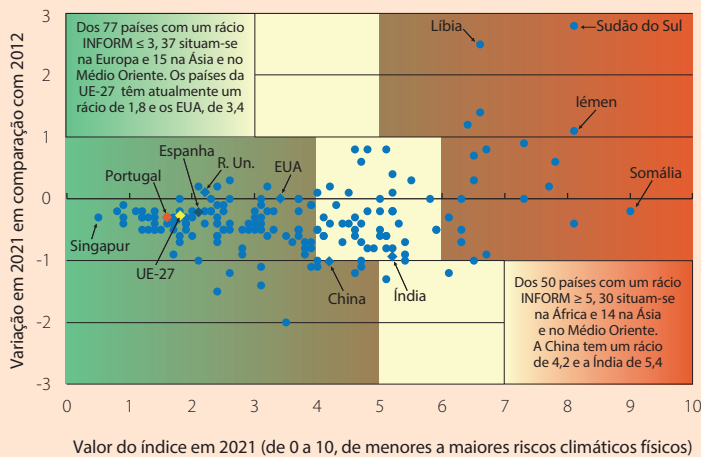
Alterações climáticas e mercados financeiros

A pandemia da COVID-19 deixou patente que acontecimentos aos quais atribuímos uma baixa probabilidade de ocorrência, mas com um elevado impacto, podem acabar por se materializar. Nas próximas décadas, estes fenómenos, conhecidos como cisnes pretos, podem tornar-se cada vez mais frequentes e inclusivamente mudar de cor: as graves consequências das alterações climáticas podem chegar a provocar cisnes verdes, sobretudo se não for criada adequadamente a transição para um modelo económico sustentado. Neste artigo analisamos o impacto desta transição nos mercados financeiros, contrapondo os efeitos de uma transição climática ordenada aos efeitos de uma transição climática desordenada.

Transição ordenada: a importância de separar o trigo do joio

Numa transição ordenada, a transformação para uma economia descarbonizada é feita de forma gradual e com um planeamento adequado. Neste processo, ocorrem alterações regulatórias (como impor limites restritos às emissões de carbono), fiscais

Índice de riscos climáticos físicos INFORM



Nota: Os valores negativos no eixo vertical correspondem a países que viram reduzidos os seus riscos climáticos físicos em 2021 relativamente a 2012.

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

preços das matérias-primas utilizadas em setores menos intensivos em carbono¹. Ao mesmo tempo, novos instrumentos de financiamento sustentado (como a expansão de mercados de obrigações verdes ou de empréstimos bonificados)² deveriam receber um grande impulso.

Dado que ainda estamos na fase inicial de uma transição climática, é pertinente perguntar se alguns destes efeitos que acabamos de descrever já se estão a tornar visíveis. Ora bem, num ambiente no qual os investidores começam a considerar relevantes os riscos climáticos (tanto físicos como de transição)³, a internacionalização destes riscos está a começar a refletir-se parcialmente nos preços dos ativos financeiros, se bem que ainda se encontra numa fase muito inicial na qual o grau de integração depende em boa medida da qualidade da informação publicada⁴, bem como do nível de informação e conhecimentos dos investidores⁵. Especificamente, a evidência disponível mostra que a exposição e a vulnerabilidade aos riscos climáticos se estão a refletir, em

1. Será destacável o reajustamento para a subida no preço relativo das matérias-primas necessárias para a geração e armazenamento de energia renovável como, por exemplo, o cobalto, relativamente ao petróleo. Ver International Energy Agency (2021). «The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions». World Energy Outlook Special Report.

2. À semelhança das obrigações verdes, um empréstimo bonificado implicaria um «prémio verde» (por exemplo, uma taxa de juro mais baixa) para projetos que cumprissem determinados objetivos meio ambientais.

3. Os riscos físicos são os riscos provenientes da exposição da atividade humana ao sistema natural, enquanto os riscos de transição são os riscos que provêm do regulamento que pretende levar a economia para um menor nível de emissões de gases com efeito de estufa e da transformação das atividades económicas para cumprirem os objetivos meio ambientais.

4. Ver Alessia, L., Ossola, E. e Panzica, R. (2021). «What greenium matters in the stock market? The role of greenhouse gas emissions and environmental disclosures». Journal of Financial Stability, 54.

5. Ver Krueger, P., Sautner, Z. e Starks, L. (2020). «The Importance of Climate Risks for Institutional Investors». The Review of Financial Studies, 33-3, pp. 1.067-1.111.

certa medida, no mercado de dívida soberana, penalizando as regiões com maior exposição a riscos físicos e com menor capacidade de resposta. Em particular, estimou-se que a diferença entre as regiões mais e menos expostas a estes riscos se situa cerca dos 200 p.b. na média de 1995-2017 a nível global⁶.

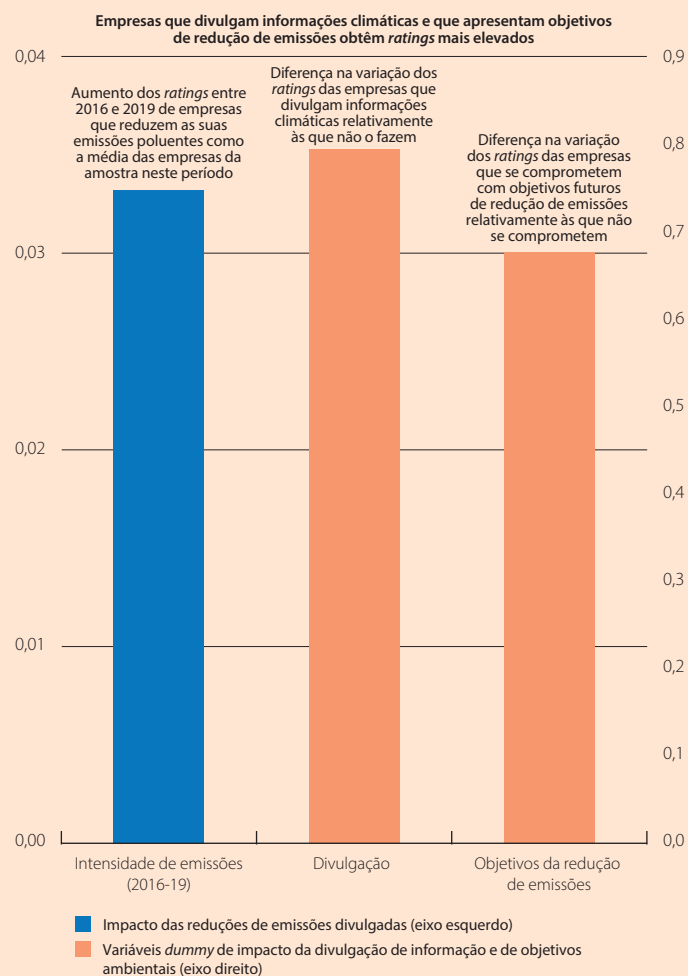
Estes resultados sugerem que os agentes económicos que participam no mercado de dívida soberana têm em conta a evidência científica sobre os efeitos das alterações climáticas, o que provavelmente é explicado pela existência de informação pública sobre os riscos físicos das alterações climáticas a nível geográfico em quantidade e qualidade suficientes. Com efeito, o consenso científico indica-nos que os riscos físicos serão assimétricos – variarão em função da situação geográfica, da estrutura económica e da capacidade institucional de cada país – e não são lineares. Além disso, dispomos já de um índice de risco físico, calculado com o modelo de risco INFORM, para cada país a partir da sua exposição a estes riscos, da sua vulnerabilidade e da sua capacidade de os minimizar⁷. Após analisar o índice, destacamos três elementos. Em primeiro lugar, que as estratégias de mitigação e adaptação já tiveram efeitos positivos desde 2012 em algumas regiões do mundo, tal como se regista no primeiro gráfico. Segundo, a distribuição geográfica do risco é desigual. Finalmente, o risco é assimétrico, na medida em que mais de 70% das emissões mundiais acumuladas têm origem em países com riscos físicos baixos, de acordo com os dados do Global Carbon Project. Isto implica que, com uma elevada probabilidade, os custos físicos das alterações climáticas não incidirão diretamente nas regiões emissoras e que serão fundamentais a conceção e a implementação de planos de adaptação e mitigação, apoiados em mecanismos de cooperação internacional.

No caso do rendimento variável, os preços de alguns ativos não parecem integrar adequadamente riscos climáticos relevantes, o que está de acordo com a hipótese que ainda têm que ser melhorados os mecanismos de informação e de divulgação dos riscos climáticos de uma forma mais granular. Como exemplo, chama-se a atenção para o facto de ainda não terem sido observadas alterações significativas nos preços dos ativos agroalimentares ou imobiliários apesar dos riscos de seca ou de inundação nos litorais estarem amplamente documentados⁸.

Pelo contrário, no mercado de dívida privada a internacionalização dos riscos de transição já se começa a refletir nas avaliações dos investidores, dado que é observada uma melhoria dos *ratings* empresariais nas empresas europeias e norte-americanas que divulgam o seu nível de emissões de carbono, bem como os objetivos futuros de redução destas emissões (ver o segundo gráfico). Além disso, existem evidências que os investidores têm em conta a própria pegada de carbono das empresas

Impacto estimado sobre os ratings empresariais da divulgação do nível de emissões de carbono e de objetivos futuros de redução de emissões

Variação no rating empresarial 2016-2019 (quanto maior for o rating, melhor é a avaliação da empresa)



Nota: São apresentados os coeficientes de regressões de painel dos ratings de crédito sobre métricas ambientais numa amostra de dados anuais de 859 sociedades não financeiras cotadas da Europa e nos EUA entre 2016 e 2019. Os coeficientes da divulgação de informações climáticas e de objetivos futuros (colunas laranjas) são estatisticamente significativos.

Fonte: Banco Central Europeu (2021). «Financial Stability Review - May 2021».

6. Ver Cevik, S. e Jalles, J. T. (2020). «This Changes Everything: Climate Shocks and Sovereign Bonds». IMF Working Paper WP/20/79. E Painter, M. (2020). «An inconvenient cost: The effects of climate change on municipal bonds». Journal of Financial Economics, 135-2, pp. 468-482.

7. Ver Marin-Ferrer, M., Vernaccini, L. e Poljansek, K. (2017). «Index for Risk Management – INFORM Concept and Methodology Report». Joint Research Centre - Publications Office of the European Union.

8. Ver, por exemplo, Hong, H., Li, F. W. e Xu, J. (2019). «Climate risks and market efficiency». Journal of Econometrics, 208-1, pp. 265-281. E Bernstein, A., Gustafson, M. e Lewis, R. (2019). «Disaster on the horizon: the price effect of sea level rise». Journal of Financial Economics, 134-2, pp. 253-272.

e penalizam as mais poluentes⁹ e, de facto, este «prémio verde» aumenta em períodos nos quais a repercussão pública dos efeitos das alterações climáticas é maior.

Transição desordenada: alterações mais abruptas

Uma transição desordenada caracterizar-se-ia por uma primeira fase de inação, seguida de alterações abruptas no contexto regulador ou na política fiscal, para conter os riscos após a materialização de eventos meteorológicos extremos e de um aumento inadmissível das temperaturas. Assim, poderia ocorrer um aumento súbito e elevado das necessidades de financiamento, o que por sua vez aumentaria o custo médio de financiamento e seria acompanhado de uma dispersão dos custos. As reavaliações substanciais e abruptas do preço dos ativos afetariam especialmente os ativos mais castigados pelos riscos de transição, os denominados «ativos em desuso»¹⁰. Estas tendências poderiam ver-se agravadas pelas dificuldades de muitas empresas em se adaptarem repentinamente a uma transição brusca e de grande envergadura¹¹.

Transição climática: como enfrentá-la e o valor da informação

Os estados, como reguladores e últimos guardiões da biosfera global, têm perante si dois desafios fundamentais nas próximas décadas. Primeiro, uma regulação bem desenhada que facilite a transição climática de forma ordenada e com disciplina de mercado – o impacto sobre os mercados financeiros será diferente se for realizado desta forma ou se se optar por um modelo mais intervencionista com penalizações diretas sobre as empresas, em cujo caso o aumento dos custos de financiamento pode ser mais elevado, inclusivamente num cenário de transição ordenada –. Segundo, a produção de mecanismos de informação climática transparentes e acessíveis para toda a gente. O modelo final de transição climática que se adotar poderá variar, mas é claro que a proteção do planeta como bem público global depende em grande medida da produção de outro bem com as mesmas características, ou seja, uma informação precisa e verídica sobre os riscos climáticos.

9. Ver Ilhan, E., Sautner, Z. e Vilkov, G. (2021). «Carbon Tail Risk». *The Review of Financial Studies*, 34-33, pp. 1.540-1.571 num estudo sobre a forma como o nível de emissões afeta as opções *put* das empresas do S&P 500.

10. Um exemplo deste tipo de ativos são as reservas de combustíveis fósseis não extraídas. Ver Mercure, J. F. et al. (2018). «Macroeconomic impact of stranded fossil fuel assets». *Nature Climate Change*, 8, 588-593.

11. Ver ESRB (2016). «Reports of the Advisory Scientific Committee: Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk». E ESRB (2020). «Positively green: Measuring climate change risks to financial stability».

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.cegegglobal.com

