

# IM09

INFORMAÇÃO MENSAL  
SETEMBRO 2020



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

### MERCADOS FINANCEIROS

*Controlo da curva das taxas de juro: uma nova ferramenta para a Fed?*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*A resposta fiscal à COVID-19 na Europa: será suficiente?*

### ECONOMIA PORTUGUESA

*O mercado de trabalho português em tempos de pandemia*

## DOSSIER: TELETRABALHO, UMA HERANÇA DA PANDEMIA: DESAFIOS E OPORTUNIDADES

---

*O escritório do futuro: regresso ao passado?*

*Teletrabalho e produtividade: um binómio complexo*

*Como o teletrabalho afeta a sociedade e a nossa forma de vida?*

*Como o teletrabalho mudará a mobilidade urbana e as decisões residenciais?*

**INFORMAÇÃO MENSAL****Setembro 2020**

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

**BPI Research (UEEF)**

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

**Paula Carvalho**

Economista Chefe

**CaixaBank Research**

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

**Enric Fernández**

Economista Chefe

**Oriol Aspachs**

Diretor de Estudos

**Sandra Jódar**

Diretora de Estratégia Bancária

**Adrià Morron Salmeron**Coordenador da *Informação Mensal***Javier Garcia-Arenas**

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de agosto de 2020

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**

9 *Controlo da curva das taxas de juro: uma nova ferramenta para a Fed?*

**12 ECONOMIA INTERNACIONAL**

15 *Recuperação da mobilidade e da atividade*

16 *A resposta fiscal à COVID-19 na Europa: será suficiente?*

**20 ECONOMIA PORTUGUESA**

22 *O mercado de trabalho português em tempos de pandemia*

**25 ECONOMIA ESPANHOLA****28 DOSSIER: TELETRABALHO, UMA HERANÇA DA PANDEMIA: DESAFIOS E OPORTUNIDADES**

28 *O escritório do futuro: regresso ao passado?*

30 *Teletrabalho e produtividade: um binómio complexo*

32 *Como o teletrabalho afeta a sociedade e a nossa forma de vida?*

34 *Como o teletrabalho mudará a mobilidade urbana e as decisões residenciais?*

## O caso Messi: lições de economia e gestão

Gostava de ter escrito este artigo daqui a alguns anos, quando Messi deixasse o Barcelona pela porta grande para ir ao Newell's, a equipa onde ele sempre disse que gostaria de jogar nos últimos anos da sua carreira. No entanto, devido aos acontecimentos mais recentes, decidi não esperar. Nestas linhas, não lhe quero agradecer os momentos de felicidade que deu aos adeptos do Barça e a muitos amantes do futebol, porque ficaria aquém. Nem escrevo para pedir para que fique. Muito simplesmente apenas achei que valia a pena destacar algumas lições de economia e gestão que podem ser tiradas deste episódio e em relação ao ponto a que chegámos.

A primeira lição é que Messi nos lembra a importância que todos devem ter a oportunidade de desenvolver o seu talento e paixão. Messi teve a sua oportunidade, apesar das suas origens humildes e de ter um problema hormonal que dificultava o seu crescimento. Com certeza que ele teve sorte de este problema ter surgido quando já se estava a formar como jogador num clube que já tinha apostado por ele e com capacidade para financiar o seu tratamento. Anos antes, ele não teria encontrado provavelmente ninguém disposto a fazê-lo e nem sequer se teria tornado um jogador profissional de futebol. Também teve a sorte da sua paixão ser o futebol, um desporto que pode ser praticado sem a necessidade de um grande investimento de recursos. Não é de admirar que muitos dos melhores jogadores de futebol do mundo venham de origens humildes.

O que devemos questionar é quantos físicos, médicos, engenheiros e matemáticos ao nível do Messi estamos a perder porque muitas crianças não têm oportunidades suficientes para descobrir a sua paixão e revelar o seu talento. Isto acontece em países desenvolvidos, mas ainda mais em países em vias de desenvolvimento. Desconfio que uma quantidade monumental de talento está a ser desperdiçada: existem muito mais Bolas de Ouro de origem humilde do que prémios Nobel.

Messi também ilustra a importância do esforço, dos valores que rodeiam a ética do trabalho. É provável que parte do seu sucesso seja explicado por condições físicas inatas para jogar futebol, mas essas condições não devem certamente ser muito diferentes das de centenas de milhares de pessoas no mundo inteiro. A diferença mais importante está no trabalho, nos sacrifícios que o jogador fez ao longo dos anos. Foi a sua perseverança, disciplina, desejo de superação e vontade de competir que fez a diferença. Parece que Messi não era um grande marcador de livres, mas praticou para melhorar a sua técnica e tornar-se num dos melhores executantes do mundo. É um jogador que odeia perder ou sentir que a equipa não competiu. Tudo isto o levou ao topo... e com certeza também a querer sair de um clube onde sente que não pode mais dar o melhor de si e vencer. Messi faz-nos lembrar como é essencial inculcar desde pequenos o que se denomina de *soft skills* na escola e na família. Certamente que alguém fez um ótimo trabalho com ele.

Finalmente, a sua trajetória e o ponto em que estamos destacam a importância da equipa. Messi sozinho não teria conseguido vencer de forma consistente. Michael Jordan disse: «O talento ganha jogos; o trabalho em equipa e a inteligência, campeonatos». Para ganhar campeonatos, uma estrela tem que estar rodeada de uma grande equipa e de um bom treinador, alguém que prepare os jogadores tática, física e mentalmente. Também é necessária uma planificação metódica ao nível do clube porque as equipas precisam de se renovar para manter a excelência e a força competitiva suficiente, uma tarefa complexa visto ser difícil explicar as mudanças numa equipa vencedora. O mesmo acontece no mundo dos negócios: quando uma grande empresa deixa de inovar porque resiste a canibalizar-se a si mesma, então pode já começar a escrever o epitáfio da sua brilhante carreira.

Quem diria que, para além de futebol, Messi nos daria lições de economia e de *management*? Obrigado por tudo, Leo.

## Cronologia

### JULHO 2020

- 21** O Conselho Europeu aprova um plano de recuperação contra a COVID-19 de 750.000 milhões de euros (360.000 em empréstimos e 390.000 em transferências), que será financiado com dívida emitida pela UE.

### MAIO 2020

- 2** O Governo de Portugal decreta o fim do estado de emergência.
- 5** O Tribunal Constitucional da Alemanha determina que o PSPP (programa de compras de dívida pública que o BCE tem vindo a implementar desde 2015) não considera devidamente o princípio de proporcionalidade e solicita uma análise dos seus custos e benefícios num prazo de três meses.
- 27** A Comissão Europeia propõe um plano de recuperação no qual se destaca um fundo de 750.000 milhões de euros financiado através da emissão de dívida por parte da própria Comissão no qual 500.000 euros seriam distribuídos entre os países da UE sob a forma de transferências (não reembolsáveis).

### AGOSTO 2020

- 27** A Fed atualiza o quadro estratégico da política monetária e anuncia que terá como objetivo uma taxa de inflação média de 2%, tolerando temporariamente uma inflação mais elevada após períodos com inflação abaixo de 2%.

### JUNHO 2020

- 4** O BCE aumenta a dotação do programa de compras contra a COVID-19 (PEPP) em 600.000 milhões de euros (para 1,35 biliões), prolonga a sua duração até meados de 2021 e anuncia um programa de reinvestimentos para o PEPP até ao final de 2022.

### ABRIL 2020

- 9** O Eurogrupo estabelece um pacote de 540.000 milhões de euros de ajudas em forma de empréstimos para ajudar a combater a COVID-19.
- 12** A OPEP e os seus parceiros chegam a um novo acordo para reduzir a produção de petróleo até ao início de 2022.
- 30** BCE reforça a abundância de liquidez com melhorias nas TLTRO-III e o lançamento de injeções extraordinárias contra a pandemia (PELTRO).

## Agenda

### SETEMBRO 2020

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (agosto).
- 10** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 11** Portugal: *rating* S&P.
- 15-16** Comité Monetário da Fed.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão-de-obra (2T).
- 18** Espanha: *ratings* Moody's y S&P.
- 21** Portugal: carteira de crédito (julho).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (julho e 2T). Portugal: preços da habitação (2T).
- 23** Espanha: balança de pagamentos e PIIN (2T). Portugal: execução orçamental do Estado (2T). Portugal: taxa de poupança das famílias (2T).
- 29** Espanha: evolução do IPC (setembro). Portugal: indicador de confiança das empresas e consumidores (setembro).
- 30** Espanha: detalhe do PIB (2T). Espanha: taxa de poupança das famílias (2T).

### OUTUBRO 2020

- 1** Portugal: taxa de incumprimento (2T).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 8** Portugal: volume de negócios na indústria (agosto).
- 12** Portugal: volume de negócios nos serviços (agosto).
- 15** Espanha: contas financeiras (2T).
- 15-16** Conselho Europeu.
- 20** Portugal: carteira de crédito (agosto).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 23** Portugal: indicadores coincidentes de atividade (setembro).
- 27** Espanha: inquérito de população ativa (3T).
- 29** Espanha: previsão do IPC (outubro). Conselho de Governo do Banco Central Europeu. Os EUA : PIB (3T).
- 30** Espanha: evolução do PIB (3T). Zona Euro: PIB (3T).



## Reajustamento do cenário: otimismo prudente

O inesperado aparecimento da COVID-19 colocou-nos de repente num terreno desconhecido. Sem referências históricas recentes para nos ajudarem a entender o novo contexto, analistas económicos receberam as informações publicadas nas últimas semanas no momento certo. Embora ainda sejam muitas as incógnitas, os dados divulgados permitem-nos traçar de forma mais sólida o cenário económico no qual nos movemos, bem como as características da recuperação que começa a ser observada. Em termos gerais, existem três dimensões-chave do quadro macroeconómico que agora podemos avaliar melhor, as quais, vistas em conjunto, convidam a um otimismo prudente.

Em primeiro lugar, constatámos que a sensibilidade da atividade económica às medidas de combate à COVID-19 é muito elevada. Em abril, quando as restrições à mobilidade eram mais rígidas, o colapso económico atingiu níveis incomuns. Assim o demonstram os indicadores menos convencionais que procuram estimar a evolução da economia em tempo real, sendo que a publicação de estatísticas oficiais com mais precisão acabou por corroborar esta ideia. Por exemplo, a queda do PIB para o conjunto do 2T foi de cerca de 10% em cadeia em economias onde as medidas de contenção foram menos severas, como nos EUA e na Alemanha, tendo superado os 15% nas economias onde as medidas foram mais rígidas, como a espanhola, onde o PIB caiu 18,5% em cadeia.

Contudo, é importante destacar que a sensibilidade da atividade económica também está a ser muito elevada em relação ao relaxamento das medidas de distanciamento social e à recuperação da mobilidade. De facto, os indicadores de frequência mais alta desenham agora uma recuperação significativa da atividade e sugerem que no 3T cerca de metade da atividade perdida durante o primeiro semestre do ano poderá ser recuperada. Por exemplo, no caso da economia portuguesa o crescimento do PIB pode ficar em torno de 6% no 3T. Tudo isto destaca a importância de uma boa ponderação das escolhas visando a adoção de medidas mais firmes para serem aplicadas para enfrentar a pandemia.

Em segundo lugar, agora sabemos muito melhor a eficácia das várias medidas aplicadas para combater a pandemia. No domínio da saúde sabemos que, se for necessário, através da implementação de fortes medidas de contenção, poderemos mais uma vez conter a pandemia de forma relativamente rápida. E também sabemos que, quando ocorre uma fonte de contágio, se forem realizados exames em massa e se se atuar com rapidez, basta aplicar medidas a nível local para impedir a sua propagação. O aumento

das interações sociais devido ao fim das férias e ao regresso às aulas será um novo teste para todos. No entanto, parece provável que nos próximos meses os rápidos avanços científicos que estão a ocorrer irão permitir-nos fazer testes em massa com maior frequência, provavelmente até mesmo em casa. Sem dúvida, isto seria uma ótima notícia, pois reduziria ainda mais a probabilidade de ter que ser realizado um confinamento tão rígido como o levado a cabo na primavera passada. A velocidade com que as investigações estão a progredir para se obterem vacinas eficazes contra a COVID-19 também é muito encorajadora.

As medidas que têm vindo a ser tomadas economicamente também nos permitem ser prudentemente otimistas. Por um lado, a ação rápida e contundente dos principais bancos centrais tem conseguido manter condições financeiras estáveis e acomodáticas num contexto extremamente exigente. Por outro lado, entre as tantas outras medidas de política económica adotadas, destaque para o sucesso dos programas de regulação temporária de emprego amplamente aplicados na maior parte dos países desenvolvidos. Isto tornou mais fácil para muitas empresas ajustarem os seus quadros de pessoal durante as semanas de menor atividade e também ajudou a preservar a relação laboral entre empresas e trabalhadores. Prova disso é que, com a recuperação da atividade que está a ocorrer, as pessoas que estavam ao abrigo do regime de ERTE estão a regressar rapidamente aos seus postos de trabalho. Em Espanha, entre abril e agosto, o número de pessoas em regime de ERTE desceu 2,6 milhões.

Finalmente, a terceira dimensão do cenário macroeconómico a destacar é que o impacto da pandemia está a ser muito heterogéneo, tanto entre setores como entre vários grupos da sociedade. Neste sentido, o CaixaBank Research lançou um projeto pioneiro mundial em colaboração com investigadores da Universidade Pompeu Fabra e do Institute of Political Economy and Governance para fazer um acompanhamento em tempo real sobre o impacto da crise na desigualdade salarial em Espanha. Os primeiros resultados – que podem ser encontrados no nosso site – sugerem que o aumento da desigualdade teria sido muito forte se não tivessem sido ativados os mecanismos que definem o nosso estado de bem-estar. No entanto, ainda existem alguns grupos vulneráveis que devem ser protegidos de forma eficaz. Podemos estar prudentemente otimistas e confiar que a recuperação se consolidará nos próximos meses mas, para aproveitar todo o potencial da nossa sociedade e economia, será necessário continuar a apoiar os setores e grupos aos quais a crise está a afetar com maior incidência.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

## Mercados financeiros

|                             | Média<br>2000-2007 | Média<br>2008-2017 | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>TAXAS DE JURO</b>        |                    |                    |        |        |        |        |        |
| <b>Dólar</b>                |                    |                    |        |        |        |        |        |
| 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   | 0,40   | 0,40   | 0,45   |
| Libor 12 meses              | 3,86               | 1,26               | 3,08   | 1,97   | 0,80   | 0,90   | 1,20   |
| Dívida pública 2 anos       | 3,70               | 0,80               | 2,68   | 1,63   | 0,40   | 0,50   | 0,80   |
| Dívida pública 10 anos      | 4,70               | 2,58               | 2,83   | 1,86   | 0,95   | 1,10   | 1,40   |
| <b>Euro</b>                 |                    |                    |        |        |        |        |        |
| 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  | -0,45  | -0,45  | -0,45  |
| Euribor 1 mês               | 3,18               | 0,67               | -0,37  | -0,45  | -0,43  | -0,43  | -0,42  |
| Euribor 3 meses             | 3,24               | 0,85               | -0,31  | -0,40  | -0,40  | -0,40  | -0,38  |
| Euribor 6 meses             | 3,29               | 1,00               | -0,24  | -0,34  | -0,33  | -0,33  | -0,31  |
| Euribor 12 meses            | 3,40               | 1,19               | -0,13  | -0,26  | -0,25  | -0,25  | -0,23  |
| <b>Alemanha</b>             |                    |                    |        |        |        |        |        |
| Dívida pública 2 anos       | 3,41               | 0,55               | -0,60  | -0,63  | -0,60  | -0,50  | -0,45  |
| Dívida pública 10 anos      | 4,30               | 1,82               | 0,25   | -0,27  | -0,30  | -0,15  | 0,00   |
| <b>Espanha</b>              |                    |                    |        |        |        |        |        |
| Dívida pública 3 anos       | 3,62               | 2,06               | -0,02  | -0,36  | 0,09   | 0,21   | 0,26   |
| Dívida pública 5 anos       | 3,91               | 2,59               | 0,36   | -0,09  | 0,28   | 0,37   | 0,43   |
| Dívida pública 10 anos      | 4,42               | 3,60               | 1,42   | 0,44   | 0,70   | 0,65   | 0,70   |
| Prémio de risco             | 11                 | 178                | 117    | 71     | 100    | 80     | 70     |
| <b>Portugal</b>             |                    |                    |        |        |        |        |        |
| Dívida pública 3 anos       | 3,68               | 4,02               | -0,18  | -0,34  | 0,22   | 0,32   | 0,38   |
| Dívida pública 5 anos       | 3,96               | 4,67               | 0,47   | -0,12  | 0,48   | 0,53   | 0,58   |
| Dívida pública 10 anos      | 4,49               | 5,35               | 1,72   | 0,40   | 0,75   | 0,75   | 0,80   |
| Prémio de risco             | 19                 | 353                | 147    | 67     | 105    | 90     | 80     |
| <b>TAXA DE CÂMBIO</b>       |                    |                    |        |        |        |        |        |
| EUR/USD (dólares por euro)  | 1,13               | 1,29               | 1,14   | 1,11   | 1,18   | 1,20   | 1,22   |
| EUR/JPY (ienes por euro)    | 129,50             | 126,40             | 127,89 | 121,40 | 126,47 | 128,40 | 130,54 |
| USD/JPY (ienes por dólar)   | 115,34             | 98,97              | 112,38 | 109,25 | 107,18 | 107,00 | 107,00 |
| EUR/GBP (libras por euro)   | 0,66               | 0,83               | 0,90   | 0,85   | 0,91   | 0,91   | 0,90   |
| USD/GBP (libras por dólar)  | 0,59               | 0,64               | 0,79   | 0,76   | 0,77   | 0,76   | 0,74   |
| <b>PETRÓLEO</b>             |                    |                    |        |        |        |        |        |
| Brent (\$/barril)           | 42,3               | 82,5               | 57,7   | 65,2   | 42,0   | 55,0   | 60,0   |
| Brent (euros/barril)        | 36,4               | 63,2               | 50,7   | 58,6   | 35,6   | 45,8   | 49,2   |

Previsões

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

### Economia internacional

|                                               | Média<br>2000-2007 | Média<br>2008-2017 | 2018 | 2019 | 2020  | 2021 | 2022 |
|-----------------------------------------------|--------------------|--------------------|------|------|-------|------|------|
| <b>CRESCIMENTO DO PIB</b>                     |                    |                    |      |      |       |      |      |
| <b>Mundial</b>                                | 4,5                | 3,4                | 3,6  | 2,9  | -4,2  | 6,1  | 4,1  |
| <b>Países desenvolvidos</b>                   | 2,7                | 1,3                | 2,2  | 1,7  | -7,6  | 6,3  | 3,0  |
| Estados Unidos                                | 2,7                | 1,5                | 3,0  | 2,2  | -6,1  | 5,1  | 3,8  |
| Zona Euro                                     | 2,2                | 0,7                | 1,9  | 1,2  | -10,4 | 8,4  | 2,2  |
| Alemanha                                      | 1,6                | 1,3                | 1,6  | 0,6  | -7,3  | 5,9  | 1,7  |
| França                                        | 2,2                | 0,8                | 1,7  | 1,2  | -12,9 | 9,6  | 2,7  |
| Itália                                        | 1,5                | -0,5               | 0,7  | 0,3  | -14,0 | 10,0 | 1,8  |
| Portugal                                      | 1,5                | 0,0                | 2,6  | 2,2  | -12,0 | 8,2  | 3,5  |
| Espanha                                       | 3,7                | 0,3                | 2,4  | 2,0  | -14,0 | 10,5 | 3,3  |
| Japão                                         | 1,5                | 0,5                | 0,3  | 0,7  | -6,9  | 3,3  | 1,4  |
| Reino Unido                                   | 2,9                | 1,1                | 1,3  | 1,4  | -12,0 | 8,0  | 2,0  |
| <b>Países emergentes e em desenvolvimento</b> | 6,5                | 5,1                | 4,5  | 3,7  | -2,1  | 6,0  | 4,8  |
| China                                         | 10,5               | 8,3                | 6,6  | 6,1  | 2,0   | 8,0  | 4,6  |
| Índia                                         | 9,7                | 6,9                | 6,8  | 4,9  | -4,5  | 5,0  | 7,5  |
| Indonésia                                     | 5,5                | 5,6                | 5,2  | 5,0  | -1,0  | 4,0  | 5,0  |
| Brasil                                        | 3,6                | 1,6                | 1,3  | 1,1  | -4,5  | 1,9  | 2,4  |
| México                                        | 2,4                | 2,1                | 2,2  | -0,3 | -8,5  | 2,6  | 2,2  |
| Chile                                         | 5,0                | 3,0                | 4,0  | 1,1  | -4,7  | 3,5  | 2,5  |
| Rússia                                        | 7,2                | 1,0                | 2,5  | 1,3  | -6,3  | 2,5  | 2,2  |
| Turquia                                       | 5,4                | 5,1                | 2,8  | 0,9  | -5,3  | 3,3  | 3,4  |
| Polónia                                       | 4,0                | 3,4                | 5,2  | 4,1  | -4,6  | 4,2  | 2,2  |
| África do Sul                                 | 4,4                | 1,8                | 0,8  | 0,2  | -7,6  | 0,7  | 3,7  |
| <b>INFLAÇÃO</b>                               |                    |                    |      |      |       |      |      |
| <b>Mundial</b>                                | 4,2                | 3,8                | 3,6  | 3,6  | 2,8   | 3,5  | 3,2  |
| <b>Países desenvolvidos</b>                   | 2,1                | 1,5                | 2,0  | 1,4  | 0,7   | 1,7  | 1,8  |
| Estados Unidos                                | 2,8                | 1,7                | 2,4  | 1,8  | 0,7   | 1,9  | 2,4  |
| Zona Euro                                     | 2,1                | 1,4                | 1,8  | 1,2  | 0,4   | 0,9  | 1,3  |
| Alemanha                                      | 1,7                | 1,3                | 1,9  | 1,4  | 0,7   | 1,0  | 1,5  |
| França                                        | 1,8                | 1,2                | 2,1  | 1,3  | 0,6   | 1,0  | 1,4  |
| Itália                                        | 1,9                | 1,5                | 1,2  | 0,6  | 0,0   | 0,7  | 1,3  |
| Portugal                                      | 3,0                | 1,2                | 1,0  | 0,3  | -0,1  | 0,9  | 1,5  |
| Espanha                                       | 3,2                | 1,4                | 1,7  | 0,7  | -0,5  | 1,5  | 1,6  |
| Japão                                         | -0,3               | 0,3                | 1,0  | 0,5  | -0,1  | 0,5  | 0,5  |
| Reino Unido                                   | 1,9                | 2,4                | 2,5  | 1,8  | 0,9   | 1,3  | 1,5  |
| <b>Países emergentes</b>                      | 6,7                | 5,7                | 4,8  | 5,0  | 4,2   | 4,6  | 4,3  |
| China                                         | 1,7                | 2,5                | 2,1  | 2,9  | 2,4   | 2,6  | 3,4  |
| Índia                                         | 4,5                | 8,0                | 3,9  | 3,7  | 2,5   | 3,5  | 4,4  |
| Indonésia                                     | 8,4                | 5,5                | 3,3  | 2,8  | 2,0   | 4,4  | 4,4  |
| Brasil                                        | 7,3                | 6,1                | 3,7  | 3,7  | 3,0   | 3,5  | 4,0  |
| México                                        | 5,2                | 4,2                | 4,9  | 3,6  | 2,0   | 2,5  | 3,5  |
| Chile                                         | 3,1                | 3,4                | 2,7  | 2,3  | 2,9   | 3,1  | 3,3  |
| Rússia                                        | 14,2               | 8,7                | 2,9  | 4,5  | 2,6   | 3,3  | 4,0  |
| Turquia                                       | 27,2               | 8,4                | 16,2 | 15,5 | 8,5   | 9,8  | 8,0  |
| Polónia                                       | 3,5                | 2,0                | 1,2  | 2,1  | 2,8   | 2,7  | 2,7  |
| África do Sul                                 | 5,3                | 6,1                | 4,6  | 4,1  | 3,9   | 4,2  | 4,4  |

Previsões

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

### Economia portuguesa

|                                             | Média<br>2000-2007 | Média<br>2008-2017 | 2018       | 2019       | 2020         | 2021       | 2022       |
|---------------------------------------------|--------------------|--------------------|------------|------------|--------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>            |                    |                    |            |            |              |            |            |
| Consumo das famílias                        | 1,7                | 0,1                | 2,9        | 2,2        | -10,6        | 9,2        | 2,8        |
| Consumo das Adm. Públicas                   | 2,3                | -0,6               | 0,9        | 1,1        | 3,8          | -1,6       | 0,4        |
| Formação bruta de capital fixo              | -0,3               | -2,0               | 5,8        | 6,3        | -25,7        | 9,7        | 11,9       |
| Bens de equipamento                         | 1,2                | 1,2                | 7,5        | 3,6        |              |            |            |
| Construção                                  | -1,5               | -4,4               | 4,6        | 9,0        |              |            |            |
| Procura interna (contr. Δ PIB)              | 1,3                | -0,5               | 3,1        | 2,8        | -11,2        | 7,5        | 3,7        |
| Exportação de bens e serviços               | 5,2                | 4,0                | 4,5        | 3,7        | -33,7        | 51,1       | 10,2       |
| Importação de bens e serviços               | 3,6                | 2,2                | 5,8        | 5,3        | -32,4        | 46,0       | 11,0       |
| <b>Produto interno bruto</b>                | <b>1,5</b>         | <b>0,0</b>         | <b>2,6</b> | <b>2,2</b> | <b>-12,0</b> | <b>8,2</b> | <b>3,5</b> |
| <b>Outras variáveis</b>                     |                    |                    |            |            |              |            |            |
| Emprego                                     | 0,4                | -0,6               | 2,3        | 1,0        | -4,8         | 1,3        | 1,6        |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa)           | 6,1                | 11,8               | 7,0        | 6,5        | 10,0         | 9,1        | 7,7        |
| Índice de preços no consumidor              | 3,0                | 1,2                | 1,0        | 0,3        | -0,1         | 0,9        | 1,5        |
| Saldo Balança Corrente (% PIB)              | -9,2               | -3,6               | 0,4        | -0,1       | -0,5         | -0,3       | -0,3       |
| Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB) | -7,7               | -2,2               | 1,4        | 0,9        | 0,8          | 1,0        | 1,0        |
| Saldo público (% PIB)                       | -4,6               | -6,1               | -0,4       | 0,2        | -11,8        | -6,2       | -3,7       |

Previsões

### Economia espanhola

|                                             | Média<br>2000-2007 | Média<br>2008-2017 | 2018       | 2019       | 2020         | 2021        | 2022       |
|---------------------------------------------|--------------------|--------------------|------------|------------|--------------|-------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>            |                    |                    |            |            |              |             |            |
| Consumo das famílias                        | 3,6                | -0,6               | 1,8        | 1,1        | -12,7        | 8,5         | 3,1        |
| Consumo das Adm. Públicas                   | 5,0                | 0,9                | 1,9        | 2,3        | 5,2          | 2,4         | 1,1        |
| Formação bruta de capital fixo              | 5,6                | -2,9               | 5,3        | 1,8        | -31,1        | 25,5        | 5,9        |
| Bens de equipamento                         | 4,9                | -0,6               | 5,7        | 2,6        | -32,2        | 25,5        | 5,9        |
| Construção                                  | 5,7                | -5,2               | 6,6        | 0,8        | -32,5        | 25,6        | 5,9        |
| Procura interna (contr. Δ PIB)              | 4,5                | -0,8               | 2,6        | 1,5        | -12,5        | 9,7         | 3,3        |
| Exportação de bens e serviços               | 4,7                | 3,1                | 2,2        | 2,6        | -24,0        | 17,6        | 5,3        |
| Importação de bens e serviços               | 7,0                | -0,3               | 3,3        | 1,2        | -21,2        | 15,6        | 5,0        |
| <b>Produto interno bruto</b>                | <b>3,7</b>         | <b>0,3</b>         | <b>2,4</b> | <b>2,0</b> | <b>-14,0</b> | <b>10,5</b> | <b>3,3</b> |
| <b>Outras variáveis</b>                     |                    |                    |            |            |              |             |            |
| Emprego                                     | 3,2                | -1,0               | 2,5        | 2,3        | -6,4         | 0,8         | 2,7        |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa)           | 10,5               | 20,5               | 15,3       | 14,1       | 19,3         | 19,5        | 17,7       |
| Índice de preços no consumidor              | 3,2                | 1,4                | 1,7        | 0,7        | -0,5         | 1,5         | 1,6        |
| Custos de trabalho unitários                | 3,0                | 0,1                | 1,2        | 2,3        | 10,3         | -7,9        | 1,7        |
| Saldo Balança Corrente (% PIB)              | -5,9               | -0,8               | 1,9        | 2,0        | 1,3          | 1,8         | 2,0        |
| Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB) | -5,2               | -0,4               | 2,4        | 2,4        | 1,6          | 2,1         | 2,1        |
| Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>          | 0,4                | -6,7               | -2,5       | -2,8       | -13,6        | -7,6        | -4,8       |

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

Previsões



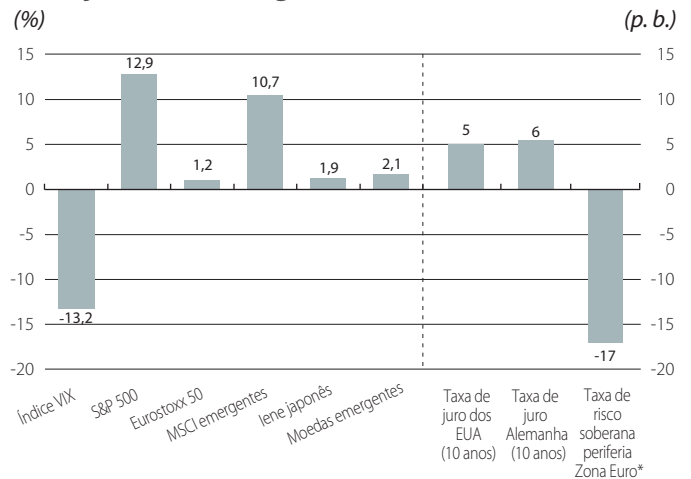
## Um verão particularmente tranquilo nos mercados financeiros

**A recuperação económica alimenta o apetite pelo risco.** Num contexto de reativação da atividade e de apoio às políticas económicas de recuperação, por um lado, mas de aparecimento de novos surtos de COVID-19 e de moderação em termos de melhoria da mobilidade, por outro, durante os meses de julho e agosto o sentimento dos investidores pautou-se, geralmente, pelo otimismo, tendo propiciado um verão relativamente ameno nos mercados financeiros. Assim, a continuidade na recuperação do apetite pelo risco favoreceu o desempenho dos ativos de risco (com ganhos generalizados das bolsas, recuperação dos preços das matérias-primas e redução dos prémios de risco, tanto soberanos como das empresas) e diminuiu a pressão sobre os ativos de refúgio com a eclosão da pandemia (como o dólar norte-americano que na primavera valorizou fortemente, ou as obrigações soberanas dos EUA e da Alemanha). No entanto, na reta final de agosto, com o fim do período de férias, o sentimento dos investidores tornou-se mais prudente e suscetível às infeções por COVID-19, tendo sido registadas algumas sessões de volatilidade e retrocessos nos ativos de risco.

**Bolsas em alta, especialmente nos EUA onde os níveis pré-pandemia estão a recuperar.** A tendência otimista dos investidores refletiu-se na recuperação geral das principais bolsas mundiais durante os meses de julho e agosto. De uma forma geral, a melhoria foi impulsionada pelas cotações de setores mais sensíveis ao ciclo económico e, por regiões, destaque para o forte impulso da China (onde a atividade económica recuperou fortemente) e dos EUA (favorecido pelas cotações de empresas de tecnologia e comércio eletrónico). Nos dois países, os índices encerraram o mês de agosto superando confortavelmente os níveis pré-pandemia e com novos máximos anuais. Por outro lado, apesar de terem sido registados ganhos no conjunto da Europa, no final de agosto as bolsas europeias mantiveram uma tendência mais heterogênea, acumulando ainda perdas significativas em relação ao final de 2019. Num dos extremos, a queda do Ibex 35 espanhol em comparação com o início do ano foi de cerca de -30%, enquanto, no outro extremo, o DAX alemão encerrou o mês de agosto apenas 2% abaixo do fecho de 2019. Num ponto intermédio, as perdas que ainda afetavam Itália, França e Portugal no final de agosto eram de cerca de -15%. Da mesma forma, foi registada uma tendência geral ascendente entre os mercados emergentes, mas com um desempenho muito mais positivo na Ásia (índice MSCI +12,5% desde o final de junho e +7,2% no decorrer deste) do que na América Latina (+3,7% e -33,7%, respetivamente). Além disso, entre os países emergentes frágeis, destaque para o fraco desempenho das cotações turcas (Bolsa de Istambul -7,4% no acumulado de julho e agosto).

**As moedas estão a recuperar face ao dólar.** Com a significativa exceção da lira turca (que desvalorizou cerca de 7% desde o final de junho), a tendência geral dos mercados cambiais foi positiva e a melhoria do sentimento conduziu a uma recuperação da maior parte das moedas face ao dólar norte-americano. Este avanço foi generalizado entre as moedas emergentes, embora com valores relativamente comedidos, enquanto a valorização das moedas das economias desenvolvidas foi muito acentuada (euro +6%,

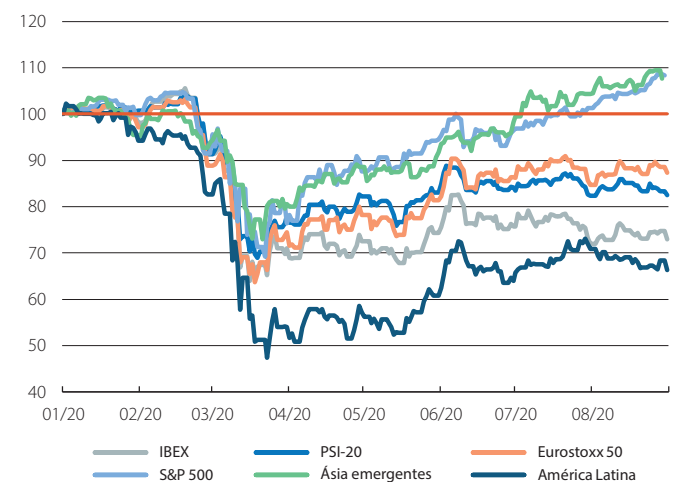
### Variáveis financeiras selecionadas: variação entre 30 de junho e 31 de agosto de 2020



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

### Principais bolsas internacionais

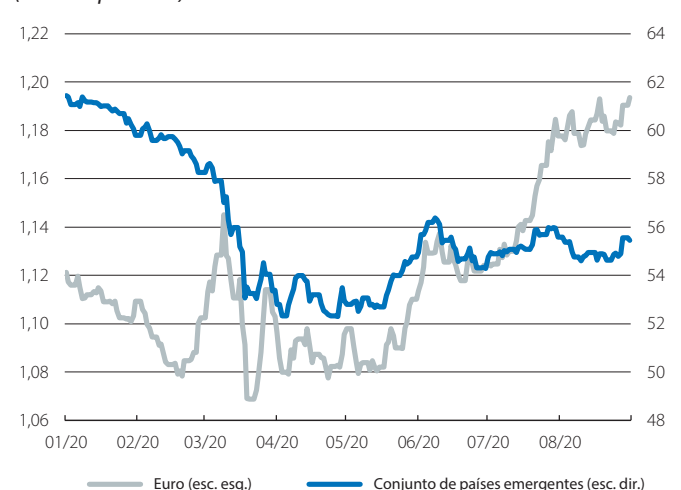
Índice (100 = janeiro 2020)



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

### Moedas internacionais face ao dólar

(Dólares por euro)



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

libra esterlina +8% e iene +2%). De facto, enquanto estas moedas avançadas atingiam valores máximos anuais, no final de agosto as moedas emergentes apresentavam ainda uma desvalorização significativa em comparação com o início do ano.

**A melhoria do sentimento alavanca as matérias-primas.** Na mesma linha, os mercados de matérias-primas registaram uma recuperação generalizada das cotações durante o verão, observada tanto nas matérias-primas energéticas como nos produtos agrícolas e metais. No mercado de petróleo, o barril de Brent também beneficiou dos cortes da OPEP e dos seus parceiros (de acordo com o estabelecido para acomodar a recuperação da economia global, em agosto a produção caiu, de 9,7 milhões de barris diários para 7,7) tendo o seu preço aumentado para cerca de 45 dólares. Além disso, devido à reativação da procura, os inventários de petróleo acumulados começaram a diminuir. No entanto, permanecem em níveis elevados (por exemplo, nos EUA, 15% acima da média dos últimos cinco anos) e deverão servir para amortecer possíveis picos de procura e atenuar os seus impactos nos preços.

**As taxas de juro estão ancoradas em níveis baixos.** A melhoria do apetite pelo risco levou a uma certa recuperação das taxas de juro de dívidas soberanas consideradas mais seguras, como a dos EUA e da Alemanha, com as curvas a ganharem alguma inclinação. De qualquer forma, as taxas de juro permanecem em níveis muito mais baixos que no início do ano (as taxas de juro a 10 anos dos EUA e da Alemanha fecharam agosto 122 p.b. e 21 p.b., respetivamente, abaixo dos registos do final de 2019). Da mesma forma, os prémios de risco na Zona Euro continuaram a diminuir e aproximaram-se dos valores mais baixos do ano (na primavera tinham aumentado mais de 90 p.b. e 110 p.b. em Espanha e Portugal, respetivamente, e cerca de 150 p.b. em Itália).

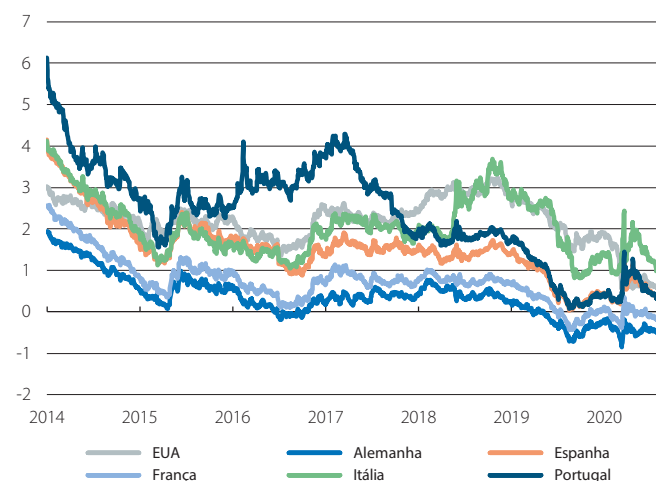
**A política monetária cimenta condições financeiras acomodaticias.** As expectativas implícitas nas baixas taxas de juro cotadas no mercado sugerem um longo período de política monetária acomodaticia (no final de agosto, as taxas de juro implícitas não apresentavam movimentos de aumento de juros por parte da Fed antes de 2023 ou do BCE antes de 2024). Após a estabilização do ambiente financeiro, nas reuniões de julho os principais bancos centrais não alteraram a sua política monetária, mas reafirmaram que a mesma deve ser bastante acomodaticia para suportar a recuperação económica. Assim, embora a grande profundidade das medidas implementadas não faça prever anúncios significativos nas próximas reuniões, tanto a Fed como o BCE lembraram que estão dispostos a redobrar os seus esforços se a economia assim o precisar. Porém, por enquanto os bancos centrais deixaram de lado o seu papel de «apaga fogos» e colocaram o foco mais longe. Prova disso é que, no final de agosto, a Fed anunciou um reajustamento dos seus objetivos a longo prazo e do quadro estratégico que rege a sua política monetária. Por um lado, a Fed perseguirá uma taxa de inflação que, *em média ao longo do tempo*, é de 2%, tolerando períodos de inflação moderadamente superiores a 2% se forem precedidos de períodos com registos inferiores a 2%. Por outro lado, a Fed passa a avaliar o mercado de trabalho com um olhar assimétrico: em termos de *quanto abaixo* está em relação ao pleno emprego (até agora tinha-o vindo a fazer em termos de *desvios*, que podiam ser descendentes ou ascendentes). Além disso, destaque para a importância de se adotar uma visão «inclusiva» ao pensar no pleno emprego. No contexto atual, tudo isto sugere que a Fed manterá as taxas de juro baixas por mais tempo do que teria feito se o seu quadro estratégico anterior se mantiver.

### Preço do petróleo Brent (Dólares por barril)



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

### Rentabilidade da dívida pública a 10 anos (%)



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

### Reuniões de julho: principais palavras negativas dos comunicados



Fonte: BPI Research.

## Controlo da curva das taxas de juro: uma nova ferramenta para a Fed?

- A Fed está a ponderar adicionar novos instrumentos à caixa de ferramentas do banco central. O controlo da curva das taxas de juro (*yield curve control* ou YCC) é uma alternativa a ser considerada.
- Apesar de ser uma ferramenta que apresenta riscos significativos, o Banco do Japão demonstrou que um banco central credível pode tornar o YCC um instrumento eficiente. Neste sentido, será uma alternativa relevante se a Reserva Federal dos EUA decidir adotar novas medidas.

A resposta da Reserva Federal dos EUA à crise da COVID-19 foi rápida e vigorosa, com uma redução acentuada da taxa de juro de referência (-150 p. b.) e uma série de medidas destinadas a aumentar a liquidez, apoiar o crédito e ancorar um ambiente de baixas taxas de juro (linhas de *swaps* com outros bancos centrais, compras de dívida soberana e das empresas e programas de crédito para pequenas e médias empresas, entre outros). Mesmo assim, a situação continua a ser muito exigente. Se a Fed precisar de aumentar o estímulo, poderá optar por intensificar as medidas atuais, sendo que também foi considerada a opção de adotar novas ferramentas. Especificamente, foi aumentada a possibilidade de controlar diretamente a curva das taxas de juro, especialmente no intervalo médio/curto, conhecida como *yield curve control* ou YCC<sup>1</sup>. É esta uma alternativa plausível? Qual é a sua eficácia e quais são os riscos que isto implica?

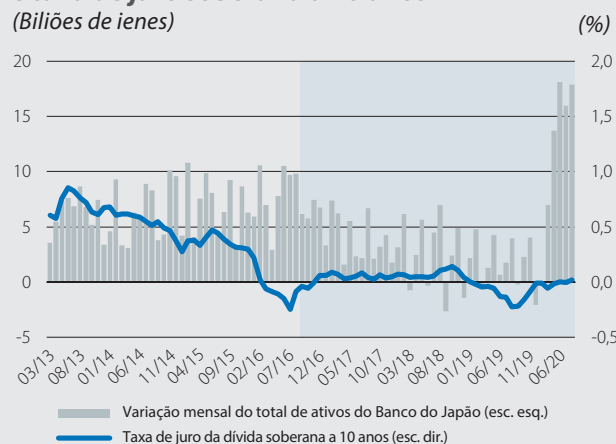
O controlo direto da curva das taxas de juro ou YCC consiste em definir uma meta de taxa de juro para uma secção específica da curva das taxas de juro soberanas (por exemplo, obrigações a 3, 5 ou 10 anos) e comunicar a intenção de adquirir este tipo de ativos no montante necessário para manter a taxa de juro no nível desejado. Embora seja pouco convencional, esta ferramenta já foi utilizada algumas vezes. Em 1942, durante a Segunda Guerra Mundial, a Reserva Federal concordou com o Tesouro dos EUA em fixar temporariamente as taxas de juro para toda a curva das taxas de juro (enquanto a dívida soberana disparava devido ao financiamento da guerra). Por exemplo, inicialmente foi fixada a taxa de juro sobre o *treasury* a longo prazo em 2,5%, de sete a nove anos em 2% e de um ano em 0,875%. Mais recentemente, os bancos centrais do Japão e da Austrália também implementaram um esquema de controlo da taxa de juro soberana. Especificamente, o Banco do Japão manteve a taxa de juro soberana a 10 anos em 0% desde setembro de 2016, enquanto o seu homólogo australiano fixou, após o surto da pandemia da COVID-19, a taxa de juro a 3 anos em 0,25%.

### O controlo da curva de taxa soberana pode ser muito eficiente...

Por um lado, com o YCC, a Fed poderá comunicar a sua política monetária de uma forma mais clara e transparen-

1. Uma alternativa seria implementar taxas de juro negativas mas a Fed tem sido muito clara ao expressar dúvidas sobre a utilização desta ferramenta.

### Japão: total de ativos do banco central e taxa de juro soberana a 10 anos



**Nota:** A área a sombreado indica o período no qual o Banco do Japão utiliza o YCC. O recente aumento do balanço deve-se à resposta à crise económica provocada pela COVID-19.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

te e transmitir maior segurança aos mercados financeiros. Por exemplo, enquanto as compras de ativos atuais ajudam a ancorar um ambiente de baixas taxas de juro, existe incerteza sobre o «quão baixas» a Fed quer que estas taxas de juro sejam – ou quanto tempo considera necessário para as manter baixas.

Por outro lado, o YCC tem o potencial de ser uma ferramenta mais eficiente que as compras de ativos atuais da Fed<sup>2</sup>. Especificamente, se os investidores estivessem convencidos da intenção e capacidade da Fed de definir uma taxa de juro num determinado nível, o banco central poderia atingir a sua meta com uma participação menos ativa no mercado de *treasuries* do que a atual. Tomemos o Banco do Japão como exemplo. Desde que anunciou o YCC, o Banco do Japão cumpriu razoavelmente bem a sua meta de manter a taxa de juro soberana a 10 anos em 0%, enquanto a dimensão do seu balanço aumentou muito mais gradualmente do que o fazia antes do YCC (ver o primeiro gráfico). Além disso, na Austrália (ver o segundo gráfico), desde que o banco central anunciou esta ferramenta, não foi necessário fazer compras de dívida soberana. Este aparente paradoxo deve-se ao efeito da credibilidade do banco central nos mercados: se os investidores

2. Atualmente, a Fed anuncia o ritmo mensal de compra de ativos que pretende adquirir (cerca de 80.000 milhões de dólares).

acreditarem, o banco central atuará com força para cumprir o objetivo definido, e as suas transações já estarão altamente condicionadas pela expectativa de que, no mercado, se verifique o preço que o banco central está a perseguir, razão pela qual não será necessária uma atuação tão forte. No entanto, esta é uma reflexão com dois lados. Para que não existam dúvidas sobre a credibilidade do YCC, a Fed deverá estar disposta e ser capaz de adquirir ativos de forma ilimitada<sup>3</sup>, dado que em momentos de desconfiança poderá ser forçada a fazer muito mais compras do que as inicialmente previstas.

### ...contudo, é uma ferramenta arriscada

O YCC levanta algumas dúvidas<sup>4</sup>, primeiro, sobre a independência do banco central. Na década de 1940, a Fed utilizou-o deliberadamente para reduzir o custo de financiamento do tesouro, uma situação que hoje em dia poderia levantar dúvidas sobre a independência do banco central. Segundo, o tamanho do balanço da Fed pode tornar-se mais volátil, sendo que a Fed poderá perder algum controlo sobre o mesmo. Especificamente, qualquer coisa que levante dúvidas sobre a disposição ou capacidade da Fed de implementar o YCC forçá-la-á a adquirir grandes volumes de dívida soberana para manter a sua meta da taxa de juro. Terceiro, o processo de retirada desta ferramenta também levanta questões. No início da década de 1950, quando a Fed deu por terminado o acordo com o Tesouro dos EUA, a saída do programa foi mais complexa do que o inicialmente previsto, tendo o Tesouro norte-americano (ou os contribuintes, afinal de contas) absorvido boa parte das perdas associadas<sup>5</sup>. Finalmente, num ambiente em que as taxas de juro soberanas já estão em níveis historicamente baixos (ver o terceiro gráfico), esta ferramenta não ofereceria um estímulo adicional muito significativo (embora pudesse funcionar como uma ferramenta comunicativa e proporcionar maiores certezas).

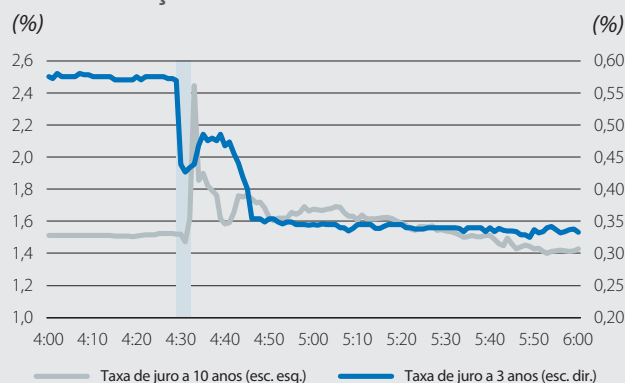
Em suma, esta ferramenta possui os seus prós e contras. A sua utilização nos EUA na década de 1940 foi um pouco turbulenta, tendo até ao momento a experiência no Japão sido razoavelmente positiva graças à credibilidade do banco central. Como a credibilidade é também uma palavra que caracteriza a Fed, a mesma poderia beneficiar das vantagens do YCC se o implementar no intervalo médio/curto da curva das taxas de juro<sup>6</sup>.

3. A necessidade de que não haja limites de compras predefinidos sugere que é improvável que o BCE opte por aplicar o YCC na Europa. De facto, em maio, o Tribunal Constitucional alemão destacou a existência de limites predefinidos nos programas de compras do BCE como uma das garantias de que eles não implicam uma monetização da dívida soberana (proibida nos tratados).

4. Expressadas entre outras, na ata da reunião da Fed que decorreu entre 9 e 10 de junho de 2020.

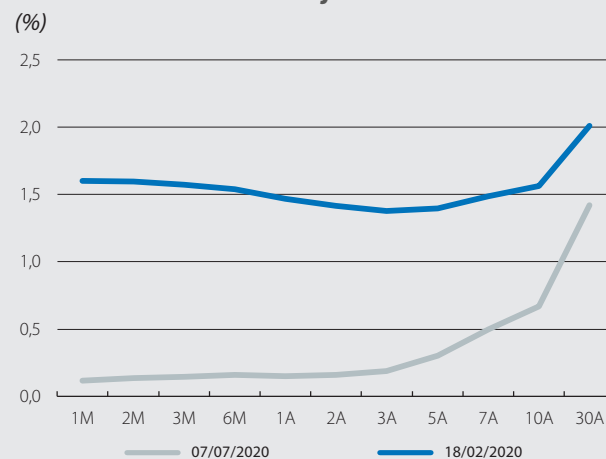
5. Com a saída da Reserva Federal como detentora de obrigações soberanas, o preço das mesmas caiu, tendo deixado o saldo dos restantes detentores (principalmente instituições financeiras) numa posição comprometida, o que forçou o tesouro a atuar para apoiar estas mesmas instituições.

### Austrália: taxas de juro soberanas durante a reunião do banco central que teve lugar a 19 de março



Nota: O comunicado do banco central foi publicado às 4:30, hora central europeia.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### EUA: curva das taxas de juro soberanas



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

6. Diversos estudos indicam que o YCC é mais eficaz quando se concentra em taxas de juro a curto ou a médio prazo. O motivo é que, para ser credível, a taxa de juro estabelecida pelo YCC deverá ser consistente com a expectativa sobre as taxas de juro de referência futuras. Por exemplo, se for definida uma meta de X% para a taxa de juro soberana dos EUA a três anos, a meta X deverá ser coerente com a expectativa sobre a *fed funds rate* nos próximos três anos. Esta coerência é mais fácil de garantir com taxas de juro a curto e a médio prazo.

**Taxas de juro (%)**

|                                     | 31-agosto | 30-junho | Variação mensal<br>(p. b.) | Variação acum.<br>em 2020 (p. b.) | Variação homóloga<br>(p. b.) |
|-------------------------------------|-----------|----------|----------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| <b>Zona Euro</b>                    |           |          |                            |                                   |                              |
| Refi BCE                            | 0,00      | 0,00     | 0                          | 0,0                               | 0,0                          |
| Euribor 3 meses                     | -0,48     | -0,42    | -6                         | -9,4                              | -4,4                         |
| Euribor 12 meses                    | -0,38     | -0,23    | -16                        | -13,4                             | 0,0                          |
| Dívida pública a 1 ano (Alemanha)   | -0,54     | -0,55    | 0                          | 9,1                               | 30,3                         |
| Dívida pública a 2 anos (Alemanha)  | -0,65     | -0,69    | 4                          | -5,1                              | 27,5                         |
| Dívida pública a 10 anos (Alemanha) | -0,40     | -0,45    | 6                          | -21,2                             | 30,3                         |
| Dívida pública a 10 anos (Espanha)  | 0,41      | 0,47     | -6                         | -5,9                              | 30,4                         |
| Dívida pública a 10 anos (Portugal) | 0,42      | 0,48     | -5                         | -2,0                              | 29,7                         |
| <b>EUA</b>                          |           |          |                            |                                   |                              |
| Fed funds (limite superior)         | 0,25      | 0,25     | 0                          | -150,0                            | -200,0                       |
| Libor 3 meses                       | 0,24      | 0,30     | -6                         | -166,8                            | -189,7                       |
| Libor 12 meses                      | 0,45      | 0,55     | -10                        | -155,1                            | -152,9                       |
| Dívida pública a 1 ano              | 0,11      | 0,15     | -4                         | -145,4                            | -165,1                       |
| Dívida pública a 2 anos             | 0,13      | 0,15     | -2                         | -143,8                            | -137,3                       |
| Dívida pública a 10 anos            | 0,70      | 0,66     | 5                          | -121,3                            | -79,1                        |

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

|                               | 31-agosto | 30-junho | Variação mensal<br>(p. b.) | Variação acum.<br>em 2020 (p. b.) | Variação homóloga<br>(p. b.) |
|-------------------------------|-----------|----------|----------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| Itraxx Corporativo            | 54        | 67       | -13                        | 10,1                              | 5,8                          |
| Itraxx Financeiro Sénior      | 61        | 80       | -18                        | 9,7                               | -0,2                         |
| Itraxx Financeiro Subordinado | 129       | 167      | -38                        | 15,5                              | -5,8                         |

**Taxas de câmbio**

|                            | 31-agosto | 30-junho | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2020 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|----------------------------|-----------|----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,194     | 1,123    | 6,2                    | 6,4                           | 8,7                      |
| EUR/JPY (ienes por euro)   | 126,410   | 121,240  | 4,3                    | 3,8                           | 8,2                      |
| EUR/GBP (libras por euro)  | 0,893     | 0,906    | -1,4                   | 5,5                           | -1,3                     |
| USD/JPY (ienes por dólar)  | 105,910   | 107,930  | -1,9                   | -2,5                          | -0,3                     |

**Matérias-primas**

|                               | 31-agosto | 30-junho | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2020 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|-------------------------------|-----------|----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Índice CRB de matérias primas | 394,8     | 360,1    | 9,6                    | -1,7                          | 2,0                      |
| Brent (\$/barril)             | 45,3      | 41,2     | 10,0                   | -31,4                         | -25,1                    |
| Ouro (\$/onça)                | 1.967,8   | 1.781,0  | 10,5                   | 29,7                          | 29,4                     |

**Rendimento variável**

|                          | 31-agosto | 30-junho | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2020 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|--------------------------|-----------|----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| S&P 500 (EUA)            | 3.500,3   | 3.100,3  | 12,9                   | 8,3                           | 19,6                     |
| Eurostoxx 50 (Zona Euro) | 3.272,5   | 3.234,1  | 1,2                    | -12,6                         | -4,5                     |
| Ibex 35 (Espanha)        | 6.969,5   | 7.231,4  | -3,6                   | -27,0                         | -20,9                    |
| PSI 20 (Portugal)        | 4.301,1   | 4.390,3  | -2,0                   | -17,5                         | -12,0                    |
| Nikkei 225 (Japão)       | 23.139,8  | 22.288,1 | 3,8                    | -2,2                          | 11,8                     |
| MSCI emergentes          | 1.101,5   | 995,1    | 10,7                   | -1,2                          | 11,9                     |



## Uma recuperação mundial muito incerta

**Após as férias, a economia mundial mostra-nos dados positivos e negativos.** Por um lado, os dados do PIB do 2T que, embora reflitam o intenso impacto das medidas extraordinárias de contenção em praticamente todo o mundo no início desse trimestre, têm sido um pouco melhores do que o esperado. Por outro, o 3T arranca com algumas dúvidas. Assim, no referido 3T, os dados de saúde sugerem que nos EUA e na América Latina, a pandemia continua muito ativa e que na Europa, que parecia entrar numa fase de maior controlo, os surtos das últimas semanas são preocupantes, não sendo de descartar novas medidas que limitem a mobilidade. Por sua vez, os indicadores económicos sugerem que a trajetória de recuperação tem vindo a desacelerar à medida que o trimestre avança. Tudo isto alimenta um nível muito elevado de incerteza global. Apesar deste contexto, no essencial, o cenário do BPI Research é compatível com os desenvolvimentos mais recentes: o PIB mundial vai cair na ordem dos 4% em 2020 e posteriormente, apoiado em medidas de estímulo e se o impacto das novas vagas da pandemia for menor do que na primavera passada, deverá recuperar em 2021.

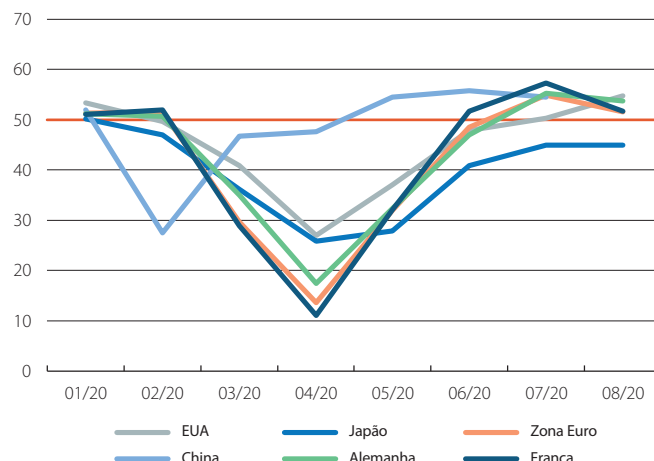
### ECONOMIAS AVANÇADAS

**Os EUA continuam a ser um dos focos mais preocupantes da pandemia.** Os números disponíveis de contágios e mortes por COVID-19 nos Estados Unidos sugerem duas direções: a pandemia ainda está muito presente na principal economia mundial. Contudo, a curva parece que está a achatar gradualmente. Em qualquer caso a incidência é ainda intensa e as dúvidas sobre novos surtos, elevadas. Apesar desta realidade, a estratégia de saúde norte-americana continua a ser, em muitos estados, menos restritiva do que a que está a ser aplicada na Europa, por exemplo. Por outro lado, as suas medidas fiscais e monetárias de apoio à economia foram das mais robustas entre as economias avançadas. Especificamente, estimamos que as medidas de despesa direta aprovadas até agora poderão ultrapassar os 1,7 biliões de dólares (~9% do PIB), enquanto os avales e garantias e outras medidas de liquidez poderão ultrapassar o bilião de dólares (~6% do PIB). Da mesma forma, novas propostas de ajuda (no valor de 1 bilião de dólares) estão a ser executadas no Congresso dos EUA. Por sua vez, no primeiro semestre do ano, a Fed desceu as taxas de juro em 150 p. b. para o intervalo de 0,00%-0,25%, continua a efetuar compras em massa de ativos (está a comprar *treasuries* e MBS a um ritmo de 80.000 milhões de dólares mensais) e está a apoiar empresas e famílias através de programas como o Main Street Lending.

**A atividade norte-americana cai um pouco menos que outras economias.** Esta combinação de medidas de restrição mais flexíveis e o forte apoio da política económica ajuda a

### PMI composto

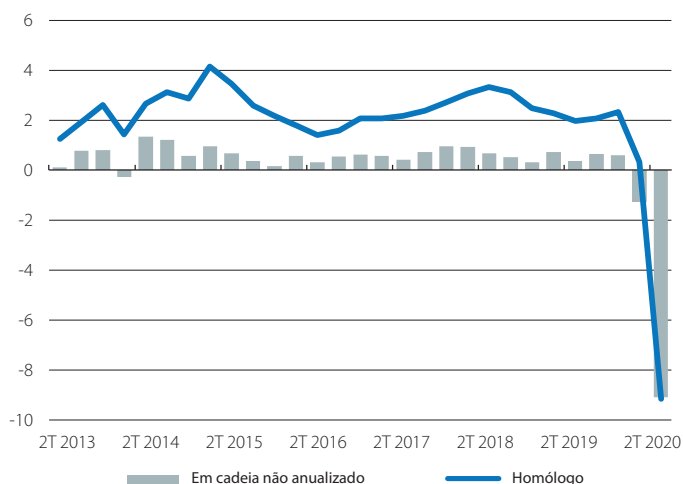
Nível



**Nota:** Valores superiores a 50 indicam expansão da atividade e inferiores a 50, contração.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Markit.

### EUA: PIB

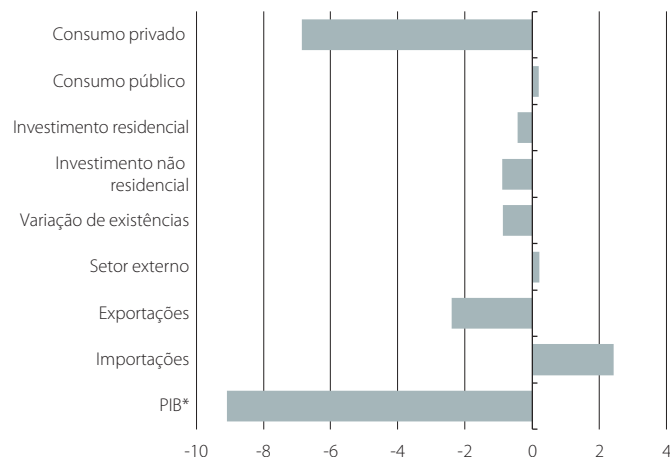
Variação (%)



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

### EUA: componentes do PIB do 2T 2020

Contribuição para o crescimento em cadeia não anualizado (p. p.) \*



**Nota:** \*Variação em cadeia não anualizada (%).

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

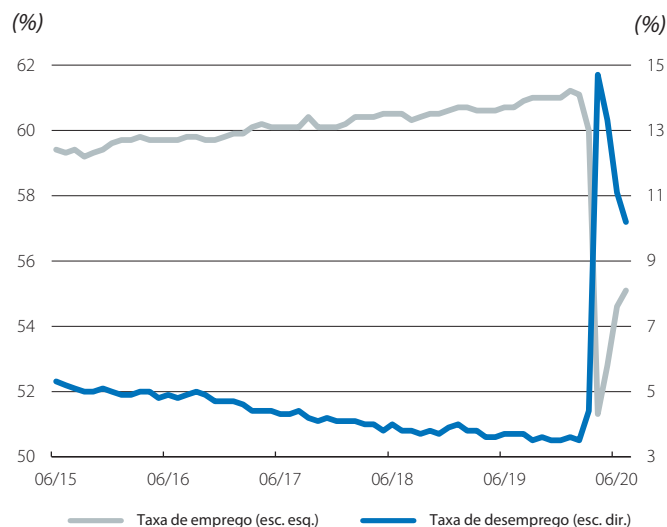
explicar porque é que, apesar de no 2T 2020 o PIB dos EUA ter caído 9,1% em cadeia (-31,7% em cadeia anualizado, o que coloca o PIB -9% abaixo dos níveis do mesmo trimestre do ano anterior), ou seja, a maior queda trimestral desde a Grande Depressão, este dado é um dos menos negativos entre as economias avançadas. Por componentes da procura, a contração foi generalizada, embora se tenha destacado negativamente a enorme queda do consumo privado, que foi também fortemente afetado pelas significativas restrições à mobilidade implementadas no país. Por outro lado, a contração das exportações também foi digna de destaque, embora, à semelhança do trimestre anterior, a grande queda das importações se tenha repercutido num pequeno contributo positivo para o setor externo. Da mesma forma, a despesa pública também contribuiu positivamente para o PIB. No entanto, ambos os elementos estavam longe de compensar as enormes quedas nas restantes componentes. No segundo semestre do ano esperamos uma recuperação da atividade económica, embora esta melhoria pareça frágil e muito dependente da evolução da pandemia. Por agora, e apesar de alguns dados terem desacelerado no verão, os indicadores mais recentes sugerem esta tendência de melhoria.

#### As economias europeias entram em colapso no 2T de 2020.

A UE exemplifica perfeitamente a evolução a nível global mencionada anteriormente. Especificamente, no 2T, as quedas do PIB atingiram números sem precedentes desde a Segunda Guerra Mundial (em termos em cadeia, -12,1% no conjunto da Zona Euro como um todo, -9,7% na Alemanha, -13,8% em França, -12,4% na Itália e -18,5% em Espanha). Em suma, e apesar de serem dados muito negativos, as quedas do PIB foram ligeiramente inferiores ao previsto. No entanto, esta leitura marginalmente positiva foi ofuscada pelo facto de que os indicadores PMI de atividade de agosto mostram claramente que a recuperação continua, mas perde ímpeto à medida que o 3T avança.

**A UE toma medidas excecionais, proporcionais à dimensão do desafio.** Neste contexto, e com o benefício de uma perspetiva de tempo mais ampla, podem ser avaliadas como sendo de importância crítica as decisões tomadas pelo Conselho Europeu no final de julho relativas ao plano de recuperação (denominado Next Generation EU) e ao novo quadro financeiro plurianual (orçamento da UE). Para além do forte sinal que representa um compromisso europeu de recuperação (o BCE e os Estados-membros já não estão a lutar por caminhos separados), avaliamos positivamente a manutenção do mesmo montante total contemplado na ambiciosa proposta inicial (750.000 milhões de euros), a exigência de uma certa condicionalidade e a manutenção da estratégia de financiamento do plano através da emissão de obrigações por parte da Comissão Europeia com o aumento dos recursos próprios da UE (orçamento comunitário).

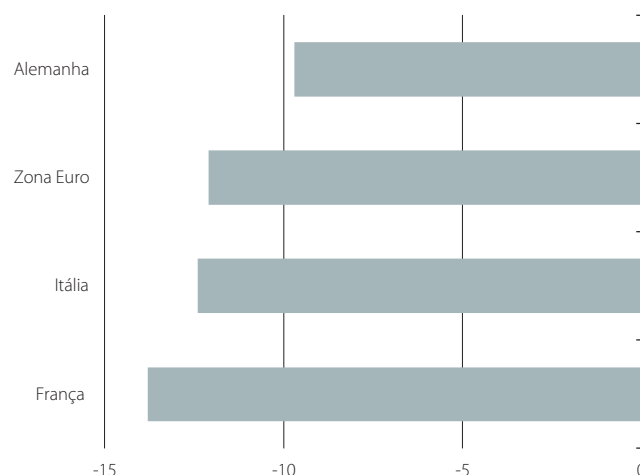
#### EUA: mercado de trabalho



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

#### União Europeia: PIB do 2T 2020

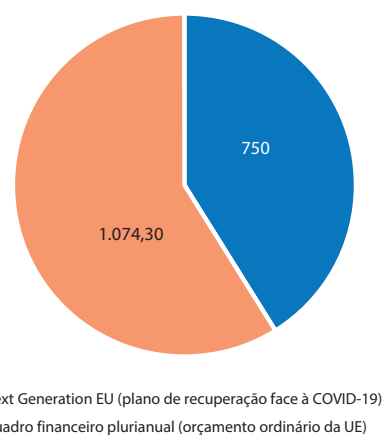
Variação em cadeia (%)



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

#### Despesa da UE 2021-2027

(Milhares de milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Conselho Europeu.

## ECONOMIAS EMERGENTES

**A pandemia evidência as diferenças entre os países emergentes.** O impacto a curto prazo da COVID-19 está a ser semelhante a nível global e as economias emergentes não estão imunes ao mesmo, embora o choque em termos de atividade mostre diferenças. De uma forma geral, sofrem em maior ou menor medida dependendo se acumulavam desequilíbrios macro antes do choque (inflação, défice público, dívida privada, etc.) e do seu grau de exposição aos focos mais ativos da pandemia (Europa e América, neste momento). Tudo isto se traduz em estratégias mais ou menos permissivas de redução dos contactos e da mobilidade, fatores diretamente determinantes na intensidade do ritmo de declínio da atividade e também na rapidez com que a economia está a recuperar.

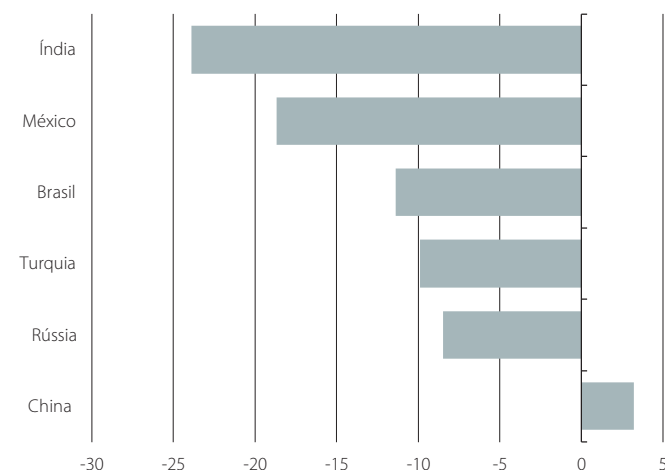
### Rússia e Turquia; México e Índia: duas faces do mesmo colapso.

Assim, no que diz respeito ao colapso do PIB no 2T, período em que as economias registaram os encerramentos da produção, o intervalo é bastante amplo, pois vai desde a queda (relativamente) menos dramática do PIB da Rússia (–8,5% homólogo) ou da Turquia (–9,9% homólogo) para quedas sem precedentes como a do México (–18,7% homólogo) ou da Índia (–23,9% homólogo). Outros países emergentes, como o Brasil (–11,4% homólogo), ocupam posições intermédias. Sendo esta a dimensão do impacto no 2T, os dados disponíveis sugerem uma recuperação um pouco mais dinâmica no início do 3T em países como a Turquia, Brasil, Polónia, Indonésia, Índia e Rússia. No entanto, resta saber se os surtos do vírus em diferentes regiões se intensificarão e se esta recuperação será firme ou, como aconteceu noutras economias, perderá fôlego com o decorrer do trimestre. Ou, no caso da Turquia, se outras frentes que não a própria recuperação económica, como a credibilidade da política monetária, deixam de lançar dúvidas e pressionar a moeda.

**China, sinais do futuro?** Neste sentido, o caso chinês pode ser interessante para tirar algumas ilações, dado que foi o país que sofreu primeiro as consequências económicas da COVID-19 e é também o primeiro a levantar as medidas de confinamento e regressar, relativamente, à normalidade. E o que é que a sua evolução nos diz? Para começar, que o primeiro impulso, após o levantamento das restrições às limitações à atividade, pode ser bastante intenso. Assim, no 2T, o crescimento surpreendeu positivamente, atingindo um avanço de 11,5% em cadeia no 2T 2020 (+3,2% homólogo), o que representou uma rápida e importante recuperação após o colapso da atividade no 1T (–10,0% em cadeia e –6,8% homólogo) devido ao impacto do coronavírus. Este comportamento pode ser extrapolado para as restantes economias emergentes? Apenas em parte. Assim, a recuperação da procura interna, com a forte recuperação da «procura estagnada» em setores como a indústria e o imobiliário no caso chinês, é provável que ocorra noutros países. Por outro lado, o forte apoio do setor externo parece ser mais idiossincrático. Isto deveu-se, em parte, às exportações de produtos chineses relacionados com a COVID-19. Em relação ao 3T, os indicadores de atividade da China sugerem um certo abrandamento em termos de recuperação.

## Emergentes: PIB do 2T 2020

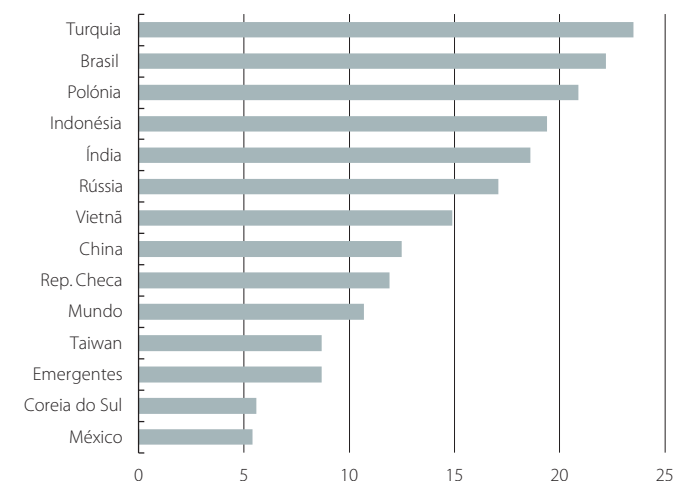
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos institutos nacionais de estatística.

## Economias emergentes: PMI indústrias

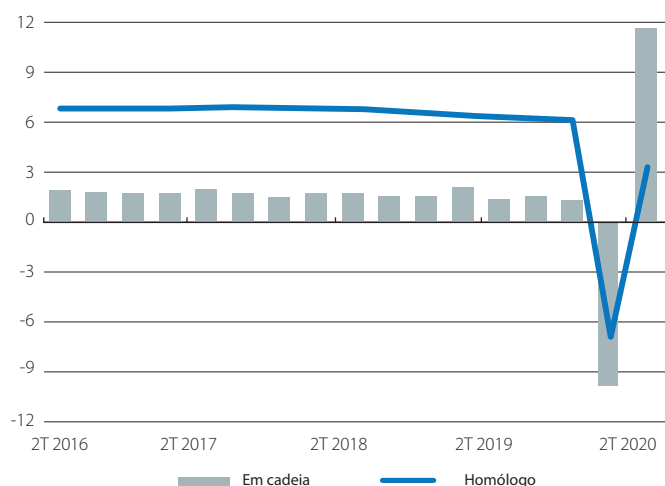
Diferença entre o último dado disponível e o mínimo anual (pontos)



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

## China: PIB

Variação (%)



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

## Recuperação da mobilidade e da atividade

As estritas medidas de contenção levaram a contrações económicas incomparáveis na nossa história moderna durante o 2T. No entanto, as disparidades entre os países ao nível da gravidade e da duração das medidas de distanciamento aplicadas, levaram a diferenças significativas nas quedas do PIB. Por exemplo, na Alemanha ou nos EUA, onde as restrições à mobilidade foram relativamente menores (ver o primeiro gráfico), as quedas foram de cerca de 10% em cadeia (-9,7% no caso da Alemanha e -9,1% nos EUA), enquanto nos países que implementaram medidas mais restritivas, como foi o caso de Espanha, a queda do PIB foi substancialmente maior (-18,5%).

Durante o 3T as restrições à mobilidade foram, de uma forma geral, muito menos severas do que no 2T. Contudo, a ameaça de novos surtos de coronavírus continuou a limitar a mobilidade. Da mesma forma, tal como aconteceu no 2T, as medidas tomadas pelos principais países avançados têm sido diferentes, sendo provável que a recuperação da atividade também varie significativamente. Precisamente, a forte relação estatística entre mobilidade e atividade económica (ver o segundo gráfico) permite-nos obter uma primeira aproximação acerca da recuperação da atividade que está a ocorrer no 3T.

Como é possível observar no terceiro gráfico, os dados de mobilidade sugerem que a atividade económica recuperou significativamente no 3T, mas na maior parte dos países analisados o PIB ainda se mantém abaixo dos níveis do final de 2019<sup>1</sup>. Por exemplo, em Espanha ou na Itália é provável que ocorra um aumento da atividade superior a 10% em cadeia no 3T. Um valor de destaque, embora insuficiente para compensar as quedas que ocorreram na primeira metade do ano. Por sua vez, a menor reativação da mobilidade nos EUA (a pandemia não deu tréguas à economia americana) sugere que o PIB dos EUA crescerá abaixo do PIB alemão (aproximadamente, 3% vs. 7%), apesar de uma queda semelhante no 2T em ambos os países.

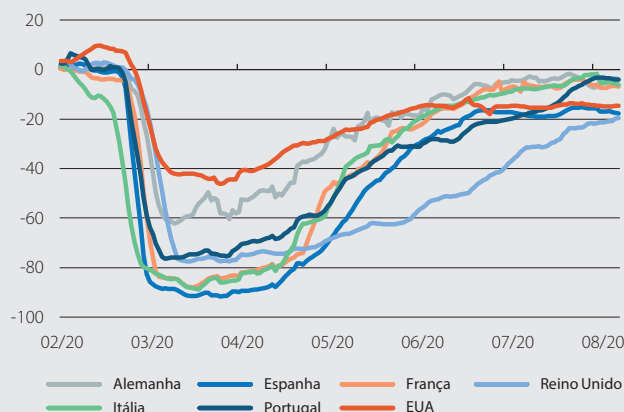
Finalmente, convém referir que estas estimativas estão sujeitas a uma enorme incerteza. O indicador de mobilidade poderá não estar a capturar adequadamente os fortes movimentos sazonais derivados do turismo, por exemplo, ou o impacto do teletrabalho<sup>2</sup>. Ainda assim, fornece-nos uma ideia do quão longe da «normalidade» está a atividade nas principais economias avançadas.

1. Estimamos uma regressão da variação trimestral do PIB no 1T e 2T das principais economias avançadas (20 países) com a mudança no nível de mobilidade trimestral nas empresas com base nos dados da Google (Google Mobility Report).

2. O indicador de mobilidade é elaborado a partir de um nível base (de «normalidade») que corresponde à mobilidade ocorrida entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro de 2020. Porém, a mobilidade típica durante os meses de verão em países como Espanha, com uma enorme afluência de turistas internacionais, dificilmente se compara à que ocorre durante os meses de inverno.

### Mobilidade da população em estabelecimentos comerciais

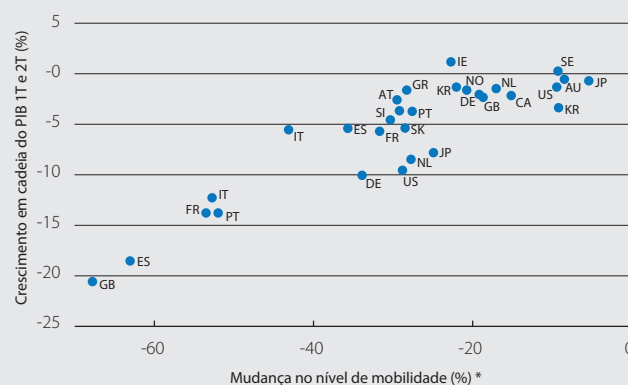
Nível (100 = 4T 2019)



**Nota:** \* Dados com base numa média de 7 dias. O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Google Mobility Report.

### Mobilidade e atividade económica

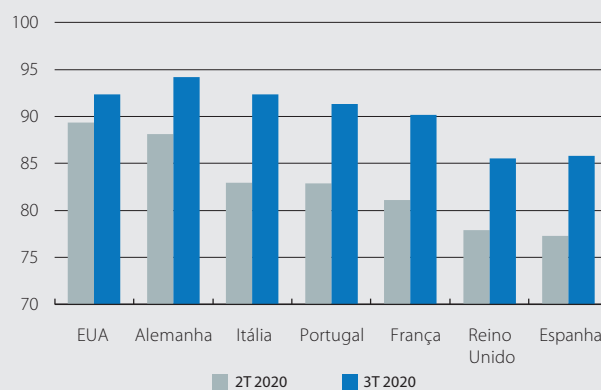


**Nota:** \* A mudança no nível de mobilidade é construída a partir dos relatórios de mobilidade da Google, que medem como o número de visitas a estabelecimentos comerciais mudou em relação à média do mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro (situação que eles definem como «normalidade»). Calculamos o valor final para o 1T 2020 e 2T 2020 a partir da média dos dados diários.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Google Mobility Report e Refinitiv.

### PIB real estimado pelos dados de mobilidade para o 3T 2020

Nível (100 = 4T 2019)



**Nota:** Estimativas obtidas a partir do resultado da regressão detalhada na nota 1 do texto e da tendência observada na mobilidade em julho e agosto e estimativas para setembro.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Google Mobility Report e Refinitiv.

## A resposta fiscal à COVID-19 na Europa: será suficiente?

- Os governos nacionais europeus responderam a esta crise anunciando um grande número de medidas fiscais de vários tipos e dimensões.
- Os valores anunciados refletem uma resposta nacional mista entre as principais economias da Zona Euro. No entanto, estes valores não são uma boa medida de estímulo fiscal em 2020.
- Com base nas projeções de défice público, estimamos que os estímulos fiscais nacionais em 2020 serão semelhantes na Alemanha, Espanha, França e Itália. No entanto, existem diferenças importantes entre as contribuições automáticas e discricionárias da política fiscal em cada país.

A COVID-19 está a repercutir-se num choque económico sem precedentes para a economia europeia (de acordo com as nossas projeções, o PIB da Zona Euro contrairá cerca de 10% em 2020). Neste contexto, uma resposta de política económica rápida, enérgica e eficaz é essencial para atenuar o duro golpe que está a causar a muitas famílias e empresas e para apoiar a recuperação económica. O BCE foi mais uma vez o primeiro agente a dar um passo decisivo e eficaz, mas a política monetária por si só não será suficiente. A política fiscal deve também desempenhar um papel de liderança.

Neste sentido, os governos dos vários países da Zona Euro anunciaram um grande número e diversas medidas fiscais desde o início desta crise. Resumimo-las na tabela, onde as classificamos em medidas com impacto direto (como, por exemplo, as reduções de IVA ou medidas de regulação temporária do tipo regime de Layoff em Portugal, ou ERTE em Espanha), diferimentos de impostos e garantias e avales a empresas. Esta tabela destaca as diferenças nas dimensões e estratégias fiscais entre cada país. Por exemplo, em Itália as medidas fiscais com impacto direto anunciadas até agora (3,4% do PIB) têm sido muito inferiores às anunciadas pela Alemanha (8,3% do PIB), enquanto o número de garantias e avales foi considerável. Em Espanha, as medidas nas três categorias parecem tímidas em comparação com os restantes principais países da Zona Euro.

Apesar de os números desta tabela serem bastante mediáticos, existem várias razões pelas quais, na realidade, não são uma medida precisa do incentivo fiscal em 2020 em cada país. Em primeiro lugar, nem todas as medidas anunciadas terão impacto no decorrer deste ano. Por exemplo, parte do estímulo alemão inclui investimentos verdes a longo prazo com impacto orçamental bem além de 2020. Da mesma forma, do grande número de garantias e avales do Estado anunciados em cada país, apenas uma fração foi utilizada<sup>1</sup>. Além disso, a tabela inclui ape-

nas medidas discricionárias, não dando portanto uma ideia da dimensão dos estabilizadores automáticos existentes em cada país (como o aumento automático das despesas com subsídios de desemprego ou a queda das receitas fiscais), que também fazem parte da contribuição da política fiscal para a estabilização da economia.

Uma forma de estimar o incentivo fiscal efetivo em 2020 em cada país é comparar a variação do saldo público previsto para 2020 com o de 2019. De acordo com as previsões mais recentes do consenso de analistas (julho de 2020), a deterioração do saldo público em 2020 será de 8,6% do PIB na Alemanha, 8,1% em Espanha, 7,6% em França e 9,4% em Itália<sup>2</sup>. Assim, isto sugere que, na realidade, o incentivo fiscal das principais economias em 2020 será mais semelhante que aquele que se poderia pensar, de acordo com as medidas resumidas na tabela.

A deterioração do saldo público não se deve apenas às medidas discricionárias tomadas durante a crise, mas também aos estabilizadores automáticos das economias. Por exemplo, países com um sistema de desemprego mais generoso e maior aumento do desemprego verão automaticamente um maior aumento nas suas despesas públicas (ou seja, um incentivo fiscal automático), sem terem

### Medidas fiscais anunciadas pelos principais governos nacionais europeus

|          | Medidas fiscais diretas | Diferimentos de impostos | Garantias e avales |
|----------|-------------------------|--------------------------|--------------------|
| Espanha  | 3,8                     | 4,3                      | 13,3               |
| Alemanha | 8,3                     | 7,3                      | 24,3               |
| França   | 4,4                     | 8,7                      | 14,2               |
| Itália   | 3,4                     | 13,2                     | 32,1               |

Fonte: BPI Research, com base em estimativas próprias (Espanha) e de Bruegel.

2. Estes números são calculados utilizando previsões de consenso da Focus Economics. Embora a variação no saldo primário tivesse sido uma medida melhor de incentivo fiscal, este nível de detalhe não está disponível. No entanto, de acordo com as estimativas da própria Comissão Europeia, as despesas com juros permanecerão relativamente estáveis entre 2019 e 2020, pelo que a variação do saldo total deverá ser semelhante à variação do saldo primário.

1. Ver Anderson, Papadia e Véron (2020). «Government-guaranteed bank lending in Europe: Beyond the headline numbers». PIIE Realtime Economic Issues Watch, July 2020.



que tomar outras medidas. Podemos estimar a contribuição dos estabilizadores automáticos com a relação histórica entre as alterações no saldo público e na atividade económica de cada país<sup>3</sup>. Assim, poderemos diferenciar qual parte da deterioração do saldo público se deve aos estabilizadores automáticos e que parte se deve a novas medidas discricionárias adotadas durante a crise. De acordo com os nossos cálculos (ver o gráfico), grande parte do esforço fiscal em Espanha e em França será automático, enquanto em Itália e especialmente na Alemanha o incentivo discricionário é mais importante. De facto, embora a deterioração total do saldo público seja semelhante entre os países, a decomposição entre incentivo automático e discricionário revela mais uma vez diferenças importantes.

Finalmente, a eficácia das medidas tomadas, e não apenas a sua dimensão, será fundamental para que elas tenham impacto no crescimento. Durante a crise, as medidas mais eficientes serão aquelas que consigam manter o tecido produtivo da economia. Neste sentido, destacam-se os programas de regulação temporária de emprego como os ERTE em Espanha, o *Kurzzeitgeld* na Alemanha ou o *chômage partiel* em França, que representam grande parte do aumento da despesa nestes países, dado que mantêm as relações entre as empresas e os seus trabalhadores e evitam um aumento mais forte e persistente do desemprego. No entanto, durante a fase de recuperação será importante tomar medidas que promovam o regresso da economia ao seu nível potencial o mais rapidamente possível. Além disso, estas medidas deverão favorecer a transformação das economias em modelos mais sustentáveis e também com maior produtividade. Finalmente, devido aos importantes vínculos económicos entre as economias europeias, uma das chaves para que o estímulo fiscal seja efetivo será que o mesmo ocorra de forma coordenada. De facto, está amplamente documentado que os estímulos fiscais num país da Zona Euro produzem externalidades positivas nas restantes economias europeias<sup>4</sup>. Neste sentido, a suspensão dos limites de défice europeus é um elemento positivo, pois estas restrições não são compatíveis com o apoio fiscal necessário nestas circunstâncias.

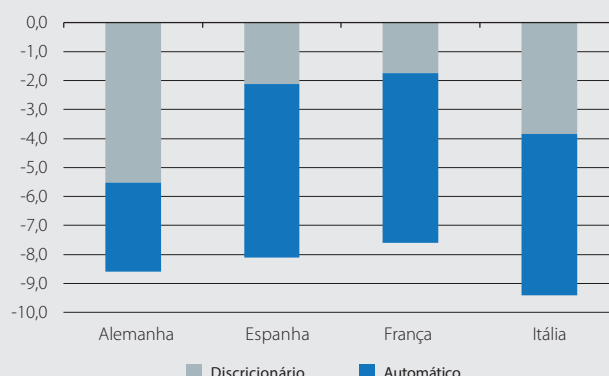
3. Ou seja, com a semielasticidade entre o saldo público como percentagem do PIB e o crescimento do PIB. Especificamente, para cada país, a contribuição dos estabilizadores automáticos para a variação do saldo público é o produto entre as semielasticidades estimadas pela Comissão Europeia (Mourre, Poissonnier e Lausegger, «The semi-elasticities underlying the cyclically-adjusted balance: an update & further analysis») e a queda do PIB em 2020 prevista pelo consenso de analistas (de acordo com a Focus Economics). A semielasticidade é calculada da seguinte forma:

$$\varepsilon = \frac{D: \frac{B}{Y}}{\frac{dy}{Y}}, \text{ onde } B \text{ é o saldo público e } Y \text{ é o PIB. Finalmente, estimamos a}$$

contribuição das medidas discricionárias como um resíduo: a diferença entre a variação do saldo total e a contribuição dos estabilizadores automáticos.

4. Ver Dabla-Norris, Dallari e Poghosyan (2017). «Fiscal Spillovers in the Euro Area: Letting the Data Speak». IMF Working Paper November 2017.

### Alteração do saldo público em 2020 (p.p. do PIB)



Fonte: Estimativas do BPI Research, a partir de dados da Focus Economics (julho de 2020) e da Comissão Europeia. Decomposição de acordo com a metodologia descrita na nota 3 no rodapé do artigo.

Por último, o plano de recuperação acordado em julho pelo Conselho Europeu, que inclui cerca de 310.000 milhões de transferências para os Estados-membros, também proporcionará um apoio significativo para a recuperação da economia europeia e unir-se-á às respostas orçamentais nacionais.

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

## ESTADOS UNIDOS

|                                            | 2018  | 2019  | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 05/20 | 06/20 | 07/20 |
|--------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Atividade</b>                           |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                   | 3,0   | 2,2   | 2,1     | 2,3     | 0,3     | -9,1    | -     | -     | -     |
| Vendas a retalho (sem carros nem gasolina) | 4,7   | 3,9   | 4,3     | 4,0     | 3,1     | -5,0    | -3,9  | 2,9   | 3,9   |
| Confiança do consumidor (valor)            | 130,1 | 128,3 | 132,1   | 127,0   | 127,3   | 90,0    | 85,9  | 98,3  | 91,7  |
| Produção industrial                        | 3,9   | 0,9   | 0,2     | -0,7    | -1,9    | -14,4   | -15,8 | -11,0 | -8,2  |
| Índice atividade industrial (ISM) (valor)  | 58,9  | 51,2  | 49,4    | 48,1    | 50,0    | 45,7    | 43,1  | 52,6  | 54,2  |
| Habitacões iniciadas (milhares)            | 1.248 | 1.295 | 1.288   | 1.433   | 1.484   | 1.064   | 1.038 | 1.220 | 1.496 |
| Case-Shiller preço habitação usada (valor) | 211   | 217   | 217     | 219     | 222     | 224     | 223   | 224   | ...   |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa)          | 3,9   | 3,7   | 3,6     | 3,5     | 3,8     | 13,0    | 13,3  | 11,1  | 10,2  |
| Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)         | 60,4  | 60,8  | 60,9    | 61,0    | 60,8    | 52,9    | 52,8  | 54,6  | 55,1  |
| Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)     | -2,2  | -2,7  | -2,9    | -2,7    | -2,6    | -2,6    | -2,6  | -2,6  | ...   |
| <b>Preços</b>                              |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Taxa de inflação geral                     | 2,4   | 1,8   | 1,8     | 2,0     | 2,1     | 0,4     | 0,1   | 0,6   | 1,0   |
| Taxa de inflação subjacente                | 2,1   | 2,2   | 2,3     | 2,3     | 2,2     | 1,3     | 1,2   | 1,2   | 1,6   |

## JAPÃO

|                                               | 2018 | 2019 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 05/20 | 06/20 | 07/20 |
|-----------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Atividade</b>                              |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                      | 0,3  | 0,7  | 1,7     | -0,7    | -2,0    | -10,0   | -     | -     | -     |
| Confiança do consumidor (valor)               | 43,6 | 38,9 | 37,1    | 38,1    | 36,0    | 24,7    | 24,0  | 28,4  | 29,5  |
| Produção industrial                           | 1,0  | -2,7 | -1,9    | -6,7    | -4,3    | -20,5   | -24,5 | -21,0 | -15,3 |
| Índice atividade empresarial (Tankan) (valor) | 20,8 | 6,0  | 5,0     | 0,0     | -8,0    | -34,0   | -34,0 | -     | -     |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa)             | 2,4  | 2,4  | 2,3     | 2,3     | 2,4     | 2,8     | 2,9   | 2,8   | 2,9   |
| Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)        | -0,1 | -0,3 | -0,4    | -0,3    | -0,2    | -0,5    | -0,4  | -0,5  | -0,7  |
| <b>Preços</b>                                 |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Taxa de inflação geral                        | 1,0  | 0,5  | 0,3     | 0,5     | 0,5     | 0,1     | 0,0   | 0,1   | 0,3   |
| Taxa de inflação subjacente                   | 0,3  | 0,6  | 0,6     | 0,7     | 0,7     | 0,3     | 0,4   | 0,4   | 0,4   |

## CHINA

|                                         | 2018 | 2019 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 05/20 | 06/20 | 07/20 |
|-----------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Atividade</b>                        |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                | 6,7  | 6,1  | 6,0     | 6,0     | -6,8    | 3,2     | ...   | -     | -     |
| Vendas a retalho                        | 9,0  | 9,0  | 7,6     | 7,7     | -18,2   | -4,0    | -2,8  | -1,8  | -1,1  |
| Produção industrial                     | 6,2  | 5,8  | 5,0     | 5,9     | -7,3    | 4,4     | 4,4   | 4,8   | 4,8   |
| PMI indústrias (oficial)                | 50,9 | 49,7 | 49,7    | 49,9    | 45,9    | 50,8    | 50,6  | 50,9  | 51,1  |
| <b>Setor exterior</b>                   |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Balança comercial <sup>1,2</sup>        | 352  | 421  | 426     | 421     | 361     | 412     | 415   | 412   | 430   |
| Exportações                             | 9,9  | 0,5  | -0,3    | 1,9     | -13,4   | 0,1     | -3,3  | 0,5   | 7,2   |
| Importações                             | 15,8 | -2,7 | -6,2    | 3,4     | -3,0    | -9,7    | -16,7 | 2,7   | -1,4  |
| <b>Preços</b>                           |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Taxa de inflação geral                  | 2,1  | 2,9  | 2,9     | 4,3     | 5,0     | 2,7     | 2,4   | 2,5   | 2,7   |
| Taxa de juro de referência <sup>3</sup> | 4,4  | 4,4  | 4,4     | 4,4     | 4,4     | 4,4     | 4,4   | 4,4   | 4,4   |
| Renminbi por dólar                      | 6,6  | 6,9  | 7,0     | 7,0     | 7,0     | 7,1     | 7,1   | 7,1   | 7,0   |

**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 Thomson Reuters Datastream.

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

|                                          | 2018  | 2019  | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 05/20 | 06/20 | 07/20 |
|------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Vendas a retalho (variação homóloga)     | 1,6   | 2,4   | 2,7     | 2,1     | -1,1    | -7,1    | -3,1  | 1,3   | ...   |
| Produção industrial (variação homóloga)  | 0,7   | -1,3  | -1,6    | -2,1    | -5,8    | -20,4   | -20,4 | -12,3 | ...   |
| Confiança do consumidor                  | -4,9  | -7,1  | -6,8    | -7,6    | -8,8    | -18,5   | -18,8 | -14,7 | -15,0 |
| Sentimento económico                     | 111,5 | 103,1 | 102,0   | 100,6   | 100,0   | 69,4    | 67,5  | 75,8  | 82,4  |
| PMI indústrias                           | 55,0  | 47,4  | 46,4    | 46,4    | 47,2    | 40,1    | 39,4  | 47,4  | 55,3  |
| PMI serviços                             | 54,5  | 52,7  | 52,8    | 52,3    | 43,8    | 30,3    | 30,5  | 48,3  | 54,7  |
| <b>Mercado de trabalho</b>               |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Emprego (pessoas) (variação homóloga)    | 1,5   | 1,2   | 1,1     | 1,1     | 0,4     | ...     | ...   | -     | -     |
| <b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b> | 8,2   | 7,6   | 7,5     | 7,4     | 7,3     | 7,5     | 7,5   | 7,7   | 7,9   |
| Alemanha (% pop. ativa)                  | 3,4   | 3,1   | 3,0     | 3,2     | 3,6     | 4,2     | 4,2   | 4,3   | 4,4   |
| França (% pop. ativa)                    | 9,0   | 8,5   | 8,5     | 8,2     | 7,7     | 7,1     | 6,9   | 6,6   | 6,9   |
| Itália (% pop. ativa)                    | 10,6  | 9,9   | 9,6     | 9,5     | 9,2     | 8,4     | 8,5   | 9,3   | 9,7   |
| <b>PIB real (variação homóloga)</b>      | ...   | ...   | 1,4     | 1,0     | -3,1    | -15,0   | -     | -     | -     |
| Alemanha (variação homóloga)             | ...   | ...   | 0,8     | 0,4     | -2,2    | -11,3   | -     | -     | -     |
| França (variação homóloga)               | ...   | ...   | 1,6     | 0,8     | -5,7    | -18,9   | -     | -     | -     |
| Itália (variação homóloga)               | ...   | ...   | 0,5     | 0,1     | -5,6    | -17,7   | -     | -     | -     |

## Preços

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

|                     | 2018 | 2019 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 05/20 | 06/20 | 07/20 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação geral      | 1,8  | 1,2  | 1,0     | 1,0     | 1,1     | 0,2     | 0,1   | 0,3   | 0,4   |
| Inflação subjacente | 1,2  | 1,2  | 1,1     | 1,3     | 1,3     | 1,1     | 1,2   | 1,1   | 1,3   |

## Setor externo

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

|                                                           | 2018 | 2019 | 2T 2019 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 03/20 | 04/20 | 05/20 |
|-----------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Balança corrente</b>                                   | 3,2  | 2,8  | 2,8     | 2,8     | 2,5     | 2,5     | 2,4   | 2,2   | ...   |
| Alemanha                                                  | 7,4  | 7,1  | 6,9     | 7,1     | 7,1     | 6,8     | 6,7   | 6,2   | ...   |
| França                                                    | -0,6 | -0,7 | -0,7    | -0,7    | -0,8    | -1,8    | -1,7  | -1,8  | ...   |
| Itália                                                    | 2,5  | 3,0  | 2,6     | 3,0     | 3,1     | 2,8     | 2,7   | 2,3   | ...   |
| <b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b> | 95,1 | 92,4 | 92,4    | 91,4    | 91,2    | 93,4    | 93,0  | 94,1  | 95,1  |

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

|                                                                                     | 2018 | 2019 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 05/20 | 06/20 | 07/20 |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Financiamento do setor privado</b>                                               |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>                                   | 3,9  | 3,8  | 3,9     | 3,5     | 3,9     | 7,0     | 7,3   | 7,1   | 7,0   |
| Crédito às famílias <sup>2,3</sup>                                                  | 3,0  | 3,4  | 3,4     | 3,5     | 3,6     | 3,0     | 3,0   | 3,0   | 3,0   |
| Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)              | 1,2  | 1,2  | 1,1     | 1,2     | 1,1     | 1,2     | 1,2   | 1,2   | ...   |
| Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%) | 1,6  | 1,5  | 1,5     | 1,4     | 1,4     | 1,4     | 1,5   | 1,4   | ...   |
| <b>Depósitos</b>                                                                    |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos à vista                                                                   | 7,9  | 8,0  | 8,6     | 8,8     | 9,3     | 12,9    | 13,0  | 13,1  | 14,1  |
| Outros depósitos a curto prazo                                                      | -1,5 | 0,3  | 0,7     | 0,3     | -0,2    | 0,4     | 0,7   | 0,8   | 1,4   |
| Instrumentos negociáveis                                                            | -4,2 | -1,9 | 0,1     | -3,3    | 3,8     | 7,2     | 6,3   | 9,2   | 12,8  |
| Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)                               | 0,3  | 0,3  | 0,3     | 0,2     | 0,3     | 0,2     | 0,2   | 0,2   | ...   |

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

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

## Uma recuperação incompleta após a queda histórica da atividade portuguesa no 2T

O PIB caiu 16,3% homólogo e 13,9% em cadeia no 2T, uma queda histórica, embora ligeiramente menos negativa do que a sugerida pelos indicadores. A procura interna contribuiu com -11,9 p.p. para a queda, refletindo a forte contração do consumo das famílias (-14,5% homólogo) e do investimento (-10,8%), enquanto a procura externa contribuiu com -4,4 p.p., como consequência da queda abrupta das exportações (-39,5%). Para o 3T, observa-se uma recuperação incompleta da atividade económica. Em agosto, os indicadores de confiança sugeriam uma melhoria em todos os setores, mas ainda afastados dos níveis anteriores à COVID-19. Outros indicadores disponíveis até julho sugerem esta mesma tendência, como a venda de automóveis (-16,9% homólogo em comparação com -54% em junho), a despesa registada nos TPA (-9,7% homólogo em julho face aos -14,4% de junho) e o consumo de energia elétrica (-3,4% em julho em comparação com -8,7% em junho). Alguns indicadores sugerem até alguma perda de dinamismo após o ímpeto da recuperação inicial. Por exemplo, o indicador coincidente de atividade caiu em julho para -11,9% em termos homólogos (-10,8% em junho). Neste contexto, convém lembrar também que a evolução da pandemia ao longo do outono e do inverno será o grande fator condicionante do cenário.

**A pandemia castiga o desemprego.** No 2T, a população empregada caiu em 185.500 pessoas, uma descida bastante concentrada no setor dos serviços (-130.700) e, de forma particular, no comércio, alojamento e restauração, setores fortemente dependentes da atividade turística. Da mesma forma, em julho o número de desempregados inscritos nos institutos de emprego atingiu as 407.000 pessoas (+100.000 em termos homólogos e +91.000 face a fevereiro). Paralelamente, as ofertas de emprego caíram 34,2% em termos homólogos em julho, sendo que a taxa de desemprego aumentou para 8,1% (+1,6 p.p. em termos homólogos). Nos próximos meses, é provável que continue a ser observado um aumento do desemprego devido ao bloqueio que a pandemia continuará a exercer na reativação económica.

**Forte aumento do défice público para combater o coronavírus.** O saldo orçamental das Administrações Públicas atingiu -7,6% do PIB acumulado até julho (tinha sido -0,4% no mesmo período de 2019). Este maior défice reflete tanto a queda substancial das receitas (-10,5% homólogo) como o aumento da despesa (+5,3%). A diminuição das receitas deveu-se não só às medidas de adiamento ou suspensão do pagamento de impostos (equivalentes a 672 milhões de euros até Julho), mas também à evolução da economia, especialmente visível na queda em termos de cobranças provenientes do IVA, do imposto sobre os produtos petrolíferos e do imposto sobre os veículos. Relativamente às rubricas de despesa, as medidas de apoio às

### Portugal: PIB

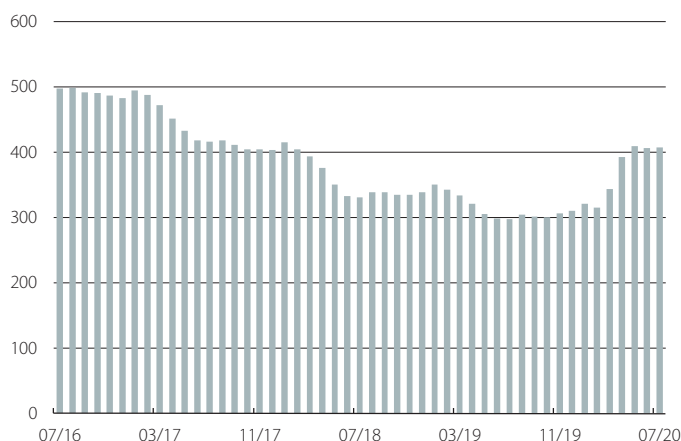
Variação homóloga (%)

|                 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| PIB             | 1,9     | 2,2     | -2,3    | -16,3   |
| Consumo privado | 2,6     | 1,9     | -1,0    | -14,5   |
| Consumo público | 1,2     | 1,5     | 0,4     | -3,4    |
| Investimento    | 8,2     | -2,0    | -3,5    | -10,8   |
| Exportações     | 2,2     | 6,2     | -5,1    | -39,5   |
| Importações     | 5,7     | 3,6     | -2,5    | -29,9   |

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

### Portugal: desemprego registado nos centros de emprego

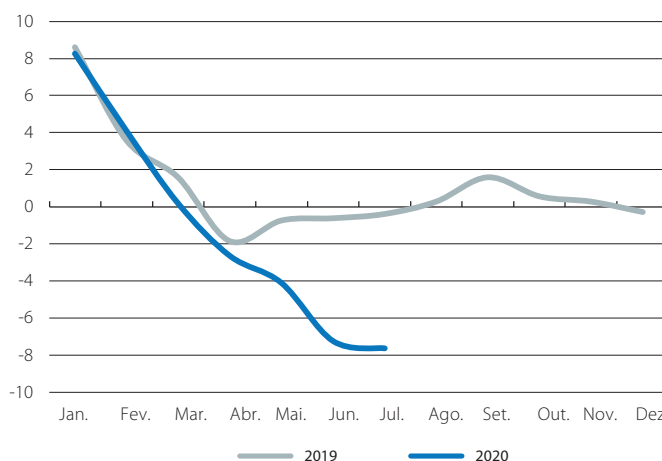
(Milhares de pessoas)



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

### Portugal: saldo das Administrações Públicas \*

(% do PIB)



Nota: \* Dados das contas públicas.

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

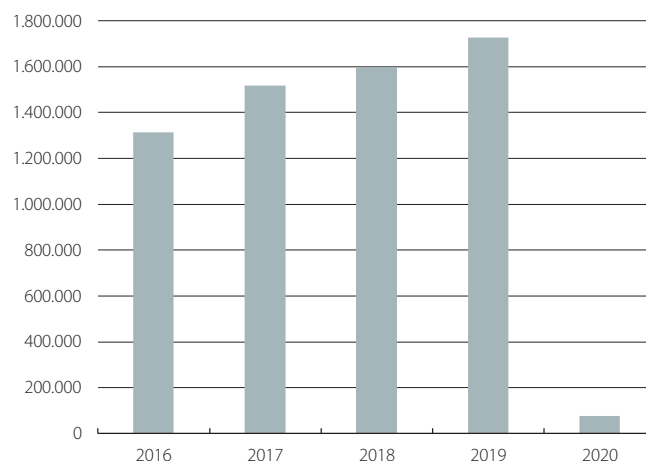
empresas e às famílias e as despesas relacionadas com o setor da saúde atingiram os 1.599 milhões de euros, dos quais quase 752 milhões correspondem a despesas relacionadas com os programas de regulação temporária de emprego.

**A recuperação do turismo é lenta e as contas externas deterioram-se.** Em junho, o défice da balança corrente atingiu -0,5% do PIB (acumulado de 12 meses), em comparação com os -0,1% no final de 2019. Por um lado, o défice na balança de bens melhorou para -7,4% (-8,1% no final de 2019), sendo que, por sua vez, o superavit dos serviços caiu para 6,8% da PIB, o seu pior registo desde o início de 2016. Esta redução é explicada principalmente pelo desempenho da balança turística, com uma queda de mais de 95% no número de turistas estrangeiros no mês de junho. Paralelamente, o rendimento médio por quarto disponível desceu significativamente (-79% homólogo) para 13 euros, com 46,3% dos estabelecimentos de alojamento turístico a permanecerem fechados ou sem registarem movimento de hóspedes (74,1% em maio.) Da mesma forma, no mês de junho o movimento nos aeroportos nacionais (cerca de 318 mil passageiros) foi 94,6% inferior ao de junho de 2019, o que reflete uma reativação muito lenta da atividade nos aeroportos portugueses após o confinamento.

**O crédito flui dinamicamente face à procura das empresas.** Especificamente, as novas operações concedidas ao setor privado não financeiro aumentaram 21,3% homólogo no conjunto do primeiro semestre, com um aumento de 32,0% no segmento das empresas e uma desaceleração, pelo quinto mês consecutivo, no caso das famílias (4,4%). Se analisarmos isoladamente o mês de junho, as novas contratações de crédito às empresas aumentaram 43,5% homólogo, ao mesmo tempo que caíram 8,1% no caso das famílias. Esta divergência é explicada pela maior necessidade de liquidez por parte das empresas num contexto de baixa atividade enquanto as famílias tendem a acumular poupanças devido ao receio de perderem rendimentos e à maior incerteza económica. Por sua vez, de acordo com dados até ao final de junho, foram aplicadas moratórias de crédito a 741.623 contratos, 70% dos quais relacionados com famílias, das quais mais de 62% possuem contratos de crédito à habitação e outros créditos hipotecários.

**O mercado imobiliário desacelera paulatinamente.** O valor médio das avaliações bancárias continuou a aumentar em julho (+8,0% homólogo, para 1.127 euros por metro quadrado), mas de forma mais moderada que nos meses anteriores. No entanto, registou-se uma redução dos pedidos de avaliações relacionadas com possíveis créditos à habitação (-15,9%), uma descida em sintonia com o menor dinamismo das novas operações de crédito. Por outro lado, o setor da construção continua a mostrar maior resistência ao impacto do que outros setores da economia, com um aumento das vendas de cimento de 10,7% em termos homólogos em julho.

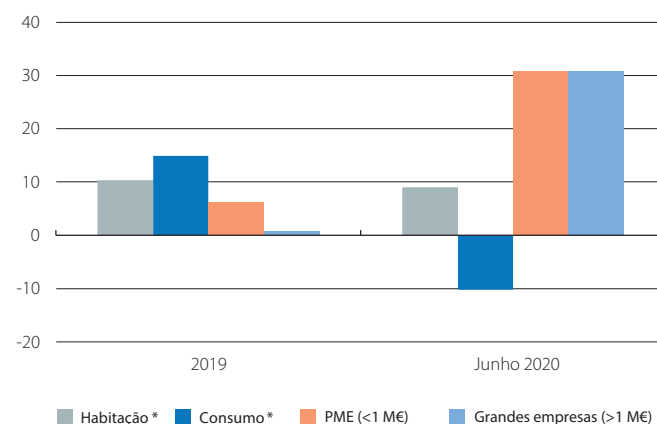
### Portugal: chegadas de turistas estrangeiros em junho (Número de pessoas)



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

### Portugal: novas operações de crédito

Variação homóloga do acumulado do ano (%)

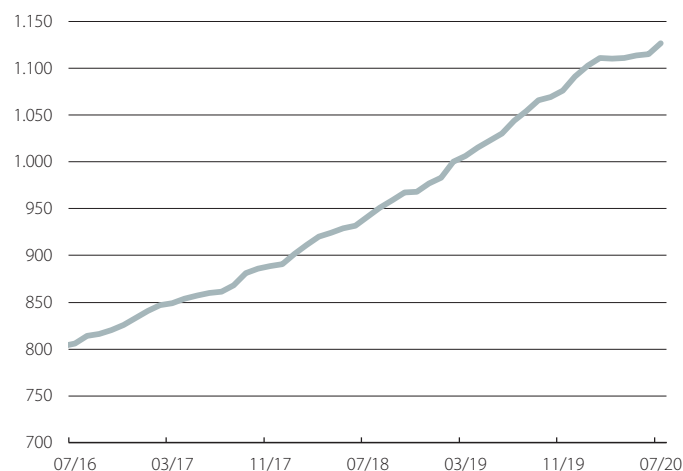


Nota: \* Renegociações não incluídas.

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

### Portugal: preço de avaliação de imóveis

(Euros por metro quadrado)



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



## O mercado de trabalho português em tempos de pandemia

- A COVID-19 provocou alterações substanciais no mercado de trabalho português: trabalhadores que nunca tinham feito teletrabalho começaram a trabalhar a partir de casa, outros viram os seus contratos de trabalho suspensos temporariamente e outros perderam o emprego.
- No entanto, embora a queda da atividade tenha sido invulgarmente forte, o impacto no mercado de trabalho é, por agora, mais contido. Esta situação está relacionada com os programas de regulação temporária de emprego e com o teletrabalho, que continuarão a ser fundamentais para conter o aumento do desemprego.

No início do ano, mal imaginávamos que um vírus desconhecido nos obrigaria a confinar e que alguns setores da economia teriam de fechar para evitar contágios. No entanto, a Comissão Europeia estima que quase 11% do emprego em Portugal se encontra em setores que a COVID-19 obrigou a encerrar quase na totalidade, um valor semelhante ao do conjunto da UE (10%) embora inferior ao de países como Malta, Espanha ou Grécia<sup>1</sup>. Além disso, estima-se que cerca de 50% dos trabalhadores portugueses desenvolvem atividades com risco de contágio de COVID-19 visto exigirem uma proximidade física com os colegas de trabalho ou interação com o público<sup>2</sup>.

Como evoluiu o mercado de trabalho em Portugal devido à pandemia? A população empregada caiu 3,8% em termos homólogos no 2T (-185.500 pessoas), tendo a taxa de desemprego caído para 5,6%. Embora a redução do desemprego seja surpreendente, é preciso ter em conta que alguns indicadores tradicionais não se adequam ao contexto atual: em primeiro lugar, as medidas de confinamento dificultaram a obtenção de dados estatísticos e, segundo lugar, as restrições à atividade impediram que os desempregados procurassem trabalho ou que estivessem imediatamente disponíveis para trabalhar, razão pela qual não eram formalmente considerados desempregados. Por outro lado, se olharmos para a taxa de subutilização do trabalho<sup>3</sup>, a mesma aumentou para 14,0% no 2T (12,9% no 1T), alavancada principalmente pelo aumento de pessoas que não procuraram ativamente emprego. Ao mesmo tempo, o desemprego registado no instituto de emprego (IEFP) aumentou para um máximo de 409.000 pessoas em maio (+29,6% em relação a fevereiro)<sup>4</sup>.

Embora estes números sejam obviamente preocupantes, eles também denotam um menor impacto da pandemia no mercado de trabalho do que o sofrido pela atividade económica. Isto deve-se principalmente a dois fatores: programas de regulação temporária de emprego e teletrabalho.

### Programas de regulação temporária de emprego

O principal instrumento para atenuar o impacto negativo da COVID-19 no mercado de trabalho têm sido os programas de regulação temporária de emprego (redução temporária do horário de trabalho ou suspensão temporária dos contratos), um regime utilizado em toda a Europa (no final de abril, estima-se que estes programas tenham sido solicitados para 27% dos trabalhadores da UE). Portugal não foi exceção e receberá também cerca de 6.000 milhões de euros do programa SURE da UE para ajudar a cobrir os custos dos programas de regulação temporária implementados.

Em Portugal, mais de 880.000 pessoas encontravam-se ao abrigo do regime de regulação temporária de emprego no início de julho (quase 19% da população empregada)<sup>5</sup>. Este programa tem sido fundamental para evitar que o colapso do PIB desencadeasse um aumento acentuado do desemprego: estimamos que, caso não existissem estas medidas, a taxa de desemprego teria ficado cerca dos 22% (em comparação com os 5,6% no 2T). Devido a estes programas, o impacto da COVID-19 no mercado de trabalho é mais visível ao nível da redução do número total de horas trabalhadas em Portugal (-26,1% homólogo no 2T)<sup>6</sup>.

Por setores, embora não tenham sido publicados dados oficiais, estimamos<sup>7</sup> que mais de metade dos trabalhado-

5. Inclui trabalhadores no regime tradicional e no novo regime simplificado, de acordo com a informação fornecida pelo Governo de Portugal e pela Segurança Social. A regulação simplificada foi criada especificamente para lidar com a pandemia. As empresas podem utilizá-la para reduzir temporariamente as horas de trabalho ou suspender o contrato de trabalho, para que o empregado receba dois terços da remuneração. Este regime aplica-se às empresas que encerraram total ou parcialmente devido ao estado de emergência, por interrupção das cadeias globais de abastecimento ou do cancelamento de encomendas, ou que tenham sofrido uma redução na sua faturação de pelo menos 40% nos 30 dias anteriores ao requerimento, em relação à média mensal registada nos dois meses anteriores ou em relação ao período homólogo.

6. Em substituição do programa simplificado de regulação temporária de emprego, as empresas com uma queda na sua faturação igual ou superior a 40% e que utilizavam estes regimes poderão aderir a um programa de apoio à recuperação progressiva da atividade até dezembro. Este outro mecanismo permite a redução do horário normal de trabalho, para que a empresa apenas pague as horas efetivamente trabalhadas e que a Segurança Social apoie os trabalhadores com uma remuneração de 70% das horas não trabalhadas.

7. Os dados do Gabinete de Estratégia e Planeamento (GEP) incluem o universo total de trabalhadores das empresas que implementaram programas de regulação temporária de emprego (em vez do número específico de trabalhadores que as empresas colocaram ao abrigo destes programas). No entanto, estima-se que o número de trabalhadores em programas de regulação temporária de emprego corresponda a cerca de 60% dos dados publicados pelo GEP.

1. Dados de 15,7%, 14,2% e 13,0% para Malta, Espanha e Grécia, respetivamente. Ver Comissão Europeia (2020). «The impact of COVID confinement measures on EU labour market».

2. Esta percentagem varia entre 39,3% no Luxemburgo e 55,9% em Espanha. Ver OCDE (2020). «Employment Outlook 2020».

3. Inclui a população desempregada, pessoas que trabalham involuntariamente a tempo parcial, inativos à procura de emprego mas não disponíveis para trabalhar e inativos disponíveis mas que não procuram emprego.

4. Os últimos números são um pouco mais baixos, sendo que em julho o aumento (face a fevereiro) foi de 407.302 (+29,1%).

res em programas de regulação temporária de emprego pertencem à indústria da transformação, comércio e reparação de veículos e ao alojamento e restauração. No setor do alojamento e da restauração, mais de metade dos trabalhadores estiveram abrangidos por estes programas no início de julho. Por outro lado, quase 25% dos empregados na indústria da transformação e no comércio e reparação de veículos estavam também ao abrigo do programa de regulação temporária de emprego.

### Teletrabalho durante o confinamento

Outra solução para manter a atividade das empresas tem sido o teletrabalho. Num país onde, antes da pandemia, 15,5% dos trabalhadores tinham teletrabalhado de forma regular ou ocasional<sup>8</sup>, estima-se que no início de abril 38,3% dos trabalhadores portugueses tenham começado a trabalhar a partir de casa como consequência da crise sanitária, um valor superior ao registado, por exemplo, na Alemanha (36,9%) ou em França (37,2%)<sup>9</sup>. No mesmo sentido, estima-se que mais de um milhão de empregados tenham exercido a sua profissão sempre ou quase sempre a partir de casa no 2T, o que equivale a 23,1% da população empregada<sup>10</sup>. São números significativos: algumas estimativas colocam o potencial do teletrabalho<sup>11</sup> em Portugal em cerca de 30%<sup>12</sup>.

Uma boa forma de ver como o teletrabalho ajuda a atenuar o impacto da COVID-19 é comparar o potencial do teletrabalho dos vários setores económicos com o desempenho que a sua atividade tem apresentado nos últimos meses. Como mostra o primeiro gráfico, um maior potencial de teletrabalho atenua o efeito negativo da COVID-19: os setores que sofreram a maior queda de atividade no 2T são, de forma geral, os setores com menor potencial de teletrabalho.

### A nova normalidade

O que pode acontecer nos próximos meses no mercado de trabalho? Em julho, o desemprego registado aumentou 0,2% face ao mês anterior, após ter caído ligeiramente em junho (-0,6% em cadeia), continuando a afetar cerca de 407.000 pessoas. No entanto, este aumento pode ser limitado pela impossibilidade de despedimento no caso de empresas que recorreram a programas de regulação temporária de emprego<sup>13</sup>, razão pela qual o desemprego

8. Dados do EU Labor Force Survey 2019. É um valor parecido ao da média da UE (16,1%), mas inferior ao dos países líderes no teletrabalho, como a Suécia (37,2%) ou a Holanda (37,1%).

9. Ver «Work, teleworking and COVID-19» (<https://www.eurofound.europa.eu/data/covid-19/working-teleworking>)

10. Dados do INE.

11. Para mais detalhes sobre o potencial do teletrabalho, consulte o Focus «A COVID-19 impulsiona o teletrabalho» na IM06/2020.

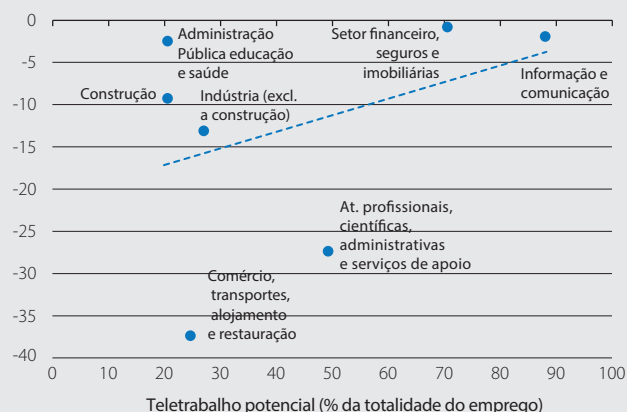
12. Ver Martins, Pedro S. (2020). «O potencial do teletrabalho em Portugal». Este estudo utiliza dados dos Quadros de Pessoal e exclui os trabalhadores independentes, funcionários públicos, desempregados e inativos. Efetua uma análise das 200 profissões da Classificação Portuguesa das Profissões do INE. Dingel, I. e Neiman, B. (2020). «How many jobs can be done at home?» (<http://www.nber.org/papers/w26948>), situam-no em 33,2%.

13. Devem manter todos os postos de trabalho durante o período de regulação temporária e durante os 60 dias posteriores.

14. Estudo elaborado por Robert Walters.

## Portugal: impacto económico da COVID-19 e teletrabalho potencial

Variação do VAB acumulada entre o 4T 2019 e o 2T 2020 (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Martins (2020) e do Eurostat.

## Portugal: desemprego e perspectivas para os próximos 12 meses

Índice



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

poderá aumentar ainda mais dentro de alguns meses. Da mesma forma, e de acordo com o último inquérito do INE sobre a confiança dos consumidores (ver o segundo gráfico), as perspectivas para a evolução do desemprego nos próximos 12 meses são desfavoráveis.

Por sua vez, o teletrabalho veio para ficar, sendo de prever que muitas empresas apliquem um regime de trabalho misto. Algumas já indicaram que vão manter o teletrabalho, sendo que grande parte dos portugueses que têm teletrabalhado estão satisfeitos com a possibilidade de o fazer<sup>14</sup>. Além disso, e apesar da provável destruição de postos de trabalho provocada pela COVID-19, a forçosa transformação digital que advém desta situação e os desafios que as empresas enfrentam neste momento devem contribuir para o aumento da contratação de novos profissionais, nomeadamente especialistas em TIC.

No entanto, e apesar dos esforços para salvaguardar os empregos, a curto prazo a incerteza criada pela pandemia e a recuperação incompleta da atividade irão provavelmente agravar os índices de desemprego nos próximos meses, especialmente devido ao peso do turismo.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

|                                                                 | 2018       | 2019       | 3T 2019    | 4T 2019    | 1T 2020     | 2T 2020      | 06/20 | 07/20 | 08/20 |
|-----------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente para a atividade                             | 3,0        | 0,9        | 0,5        | -1,1       | -4,2        | -9,2         | -10,8 | -11,9 | ...   |
| <b>Indústria</b>                                                |            |            |            |            |             |              |       |       |       |
| Índice de produção industrial                                   | 0,1        | -2,2       | -4,0       | 0,4        | -1,4        | -23,5        | -14,6 |       |       |
| Indicador de confiança na indústria (valor)                     | 0,8        | -3,2       | -3,7       | -4,3       | -4,6        | -24,8        | -31,7 | -25,6 | -17,3 |
| <b>Construção</b>                                               |            |            |            |            |             |              |       |       |       |
| Licenças de novas construções (acum. 12 meses)                  | 20,3       | 5,9        | 12,5       | 5,9        | 1,5         | -2,3         | -2,3  | ...   | ...   |
| Compra e venda de habitações                                    | 16,8       | 1,7        | -0,2       | 6,1        | -0,7        | ...          | ...   | ...   | ...   |
| Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> – avaliação bancária) | 8,6        | 10,4       | 11,0       | 11,1       | 11,2        | 8,9          | 8,3   | 8,0   | ...   |
| <b>Serviços</b>                                                 |            |            |            |            |             |              |       |       |       |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)                          | 4,8        | 7,8        | 6,8        | 7,8        | 3,2         | -29,6        | -29,6 | ...   | ...   |
| Indicador de confiança nos serviços (valor)                     | 14,1       | 12,9       | 11,5       | 10,6       | 5,8         | -36,9        | -52,9 | -46,9 | -37,1 |
| <b>Consumo</b>                                                  |            |            |            |            |             |              |       |       |       |
| Vendas no comércio a retalho                                    | 4,2        | 4,4        | 4,3        | 3,7        | 3,0         | -12,9        | -5,2  | -3,6  | ...   |
| Indicador coincidente do consumo privado                        | 2,5        | 2,2        | 2,7        | 1,3        | -3,4        | -10,0        | -12,0 | -13,5 | ...   |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor)                 | -4,6       | -8,0       | -7,6       | -7,1       | -8,6        | -27,7        | -33,1 | -28,3 | -26,0 |
| <b>Mercado de trabalho</b>                                      |            |            |            |            |             |              |       |       |       |
| População empregada                                             | 2,3        | 1,0        | 0,9        | 0,5        | -0,3        | -3,8         | -3,4  | -3,6  | ...   |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa)                            | 7,0        | 6,5        | 6,1        | 6,7        | 6,7         | 5,6          | 7,3   | 8,1   | ...   |
| <b>PIB</b>                                                      | <b>2,6</b> | <b>2,2</b> | <b>1,9</b> | <b>2,2</b> | <b>-2,3</b> | <b>-16,3</b> | ...   | ...   | ...   |

**Preços**

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

|                     | 2018 | 2019 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 06/20 | 07/20 | 08/20 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global     | 1,0  | 0,3  | -0,2    | 0,3     | 0,4     | -0,3    | 0,1   | 0,1   | 0,0   |
| Inflação subjacente | 0,7  | 0,5  | 0,1     | 0,4     | 0,2     | -0,1    | 0,2   | 0,1   | 0,0   |

**Setor externo**

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

|                                                          | 2018       | 2019        | 3T 2019     | 4T 2019     | 1T 2020     | 2T 2020     | 06/20       | 07/20 | 08/20 |
|----------------------------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|
| <b>Comércio de bens</b>                                  |            |             |             |             |             |             |             |       |       |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | 5,2        | 3,5         | 2,1         | 3,5         | 1,4         | -6,9        | -6,9        | ...   | ...   |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | 8,3        | 6,4         | 7,8         | 6,4         | 2,5         | -8,1        | -8,1        | ...   | ...   |
| <b>Saldo corrente</b>                                    | <b>0,8</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,6</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,6</b> | <b>-0,9</b> | <b>-0,9</b> | ...   | ...   |
| Bens e serviços                                          | 1,5        | 0,8         | 0,2         | 0,8         | 0,4         | -1,1        | -1,1        | ...   | ...   |
| Rendimentos primários e secundários                      | -0,7       | -1,0        | -0,8        | -1,0        | -1,0        | 0,2         | 0,2         | ...   | ...   |
| <b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b> | <b>2,8</b> | <b>1,9</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,9</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,5</b>  | ...   | ...   |

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

|                                              | 2018        | 2019        | 3T 2019     | 4T 2019     | 1T 2020     | 2T 2020    | 06/20      | 07/20 | 08/20 |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------|-------|
| <b>Depósitos<sup>1</sup></b>                 |             |             |             |             |             |            |            |       |       |
| Depósitos das famílias e empresas            | 3,8         | 5,0         | 5,3         | 5,2         | 5,7         | 7,8        | 9,1        | ...   | ...   |
| À vista e poupança                           | 14,3        | 14,4        | 15,1        | 14,9        | 16,5        | 18,7       | 20,1       | ...   | ...   |
| A prazo e com pré-aviso                      | -3,0        | -2,4        | -2,5        | -2,8        | -3,4        | -1,9       | -1,0       | ...   | ...   |
| Depósitos das Adm. Públicas                  | -1,9        | -13,6       | -17,1       | -13,7       | -8,6        | -13,7      | -15,7      | ...   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | <b>3,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,2</b>  | <b>5,1</b>  | <b>6,9</b> | <b>7,9</b> | ...   | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>     |             |             |             |             |             |            |            |       |       |
| Setor privado                                | -1,7        | -1,7        | -1,4        | -1,1        | -0,8        | 0,3        | 0,5        | ...   | ...   |
| Empresas não financeiras                     | -3,8        | -3,9        | -3,0        | -3,2        | -3,5        | -0,1       | 1,0        | ...   | ...   |
| Famílias - habitações                        | -1,5        | -1,5        | -1,6        | -1,4        | -0,9        | -0,5       | -0,3       | ...   | ...   |
| Famílias - outros fins                       | 4,5         | 4,3         | 4,5         | 6,3         | 8,3         | 4,7        | 2,4        | ...   | ...   |
| Administrações Públicas                      | 2,4         | -8,5        | -6,4        | -7,1        | -5,0        | -6,8       | -9,7       | ...   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | <b>-1,6</b> | <b>-2,0</b> | <b>-1,6</b> | <b>-1,4</b> | <b>-1,0</b> | <b>0,0</b> | <b>0,1</b> | ...   | ...   |
| <b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b> | <b>9,4</b>  | <b>6,2</b>  | <b>7,7</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,0</b>  | ...        | ...        | ...   | ...   |

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

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

## O impacto sem precedentes da crise da COVID-19 no 2T ofusca a recuperação gradual no 3T

A atividade regista a maior queda no 2T 2020 desde o início da série histórica do INE espanhol. O PIB caiu 18,5% em cadeia (22,1% homólogo), a maior queda observada desde 1995 (a segunda maior ocorreu no trimestre anterior, 5,2% em cadeia) devido às medidas restritivas de confinamento em vigor durante boa parte do 2T 2020. Em particular, o colapso do consumo privado e do investimento, de 21,2% e 22,3% em cadeia, não pôde ser compensado pelo aumento do consumo público (0,4% em cadeia), resultando que o contributo da procura interna para o crescimento fosse de -19,2 p.p. Do mesmo modo, as exportações caíram mais do que as importações (33,5% e 28,8% em cadeia, respetivamente), pelo que o contributo da procura externa para o crescimento apresentou um saldo negativo de 2,9 p.p. A queda acentuada das exportações foi liderada pela queda das exportações de serviços, 55,4% em cadeia, em grande parte devido à grave crise que o setor do turismo atravessa.

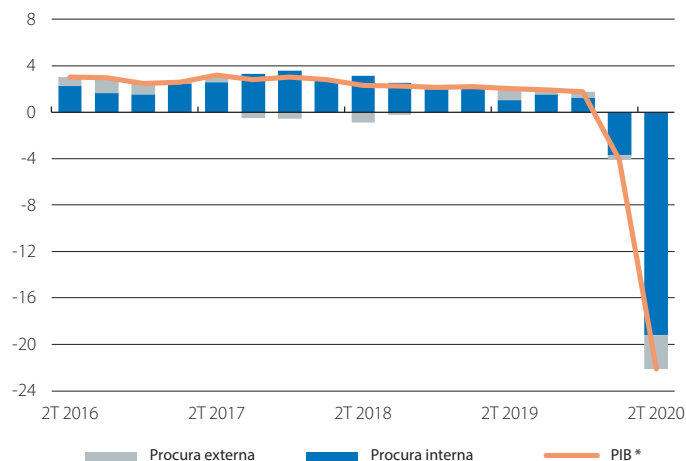
A evolução da atividade no terceiro trimestre dependerá crucialmente da evolução da pandemia. Nas últimas semanas, houve um aumento no número de casos confirmados de COVID-19 em Espanha (eram cerca de 10.000 no final de agosto). Apesar deste aumento, a maior parte dos casos são assintomáticos e menos graves, de forma que a capacidade hospitalar está longe de sofrer a saturação que sofreu na primavera e o número de óbitos continua baixo e em níveis bem inferiores aos de março e abril. Na medida em que os surtos de vírus continuam a ser localizados e são combatidos com medidas de restrição, a economia deve experimentar uma recuperação considerável em termos de crescimento no 3T 2020 graças ao levantamento das restrições à atividade, embora a recuperação seja incompleta enquanto não existir uma vacina, sendo que a gravidade das quedas que ocorreram sugere que demorará anos até recuperar os níveis de atividade antes da crise.

Os indicadores de atividade mostram uma recuperação gradual, mas incompleta, da atividade. Em julho, o índice PMI da indústria aumentou para 53,5 pontos (49,0 em junho), tendo-se já situado em zona de expansão (acima do limite dos 50 pontos). De igual modo, o indicador homólogo do setor dos serviços manteve-se em zona de expansão (51,9 pontos), um registo ligeiramente superior ao do mês anterior (50,2 pontos). Por sua vez, o índice do comércio a retalho aumentou em julho uns ligeiros 1,1%, em comparação com junho. Em termos homólogos, o índice do comércio a retalho manteve-se em terreno negativo (-9,9% face a julho de 2019), embora tenha deixado para trás as quedas de dois dígitos dos últimos meses. Com os dados de agosto, a despesa total efetuada com cartões nos terminais de pagamento automático (TPA) do CaixaBank e os levantamentos de dinheiro mostram uma queda homóloga de 6,8% nas primeiras três semanas do mês, uma melhoria de 5,3 p.p. face ao registo de julho. Esta melhoria reflete quase por inteiro a recuperação da despesa interna, que aumentou 3,9% homólogo (+8,2 p.p.). Por outro lado, a despesa de estrangeiros em Espanha manteve uma queda homóloga de 58,8% nas três primeiras semanas de agosto, um registo muito semelhante ao de julho.

BPI RESEARCH

### Espanha: PIB

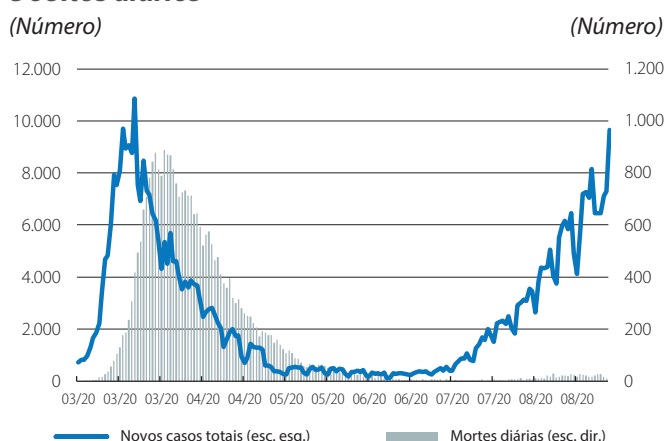
Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



Nota: \* Variação homóloga (%).

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

### Espanha: novos casos de COVID-19 confirmados \* e óbitos diários

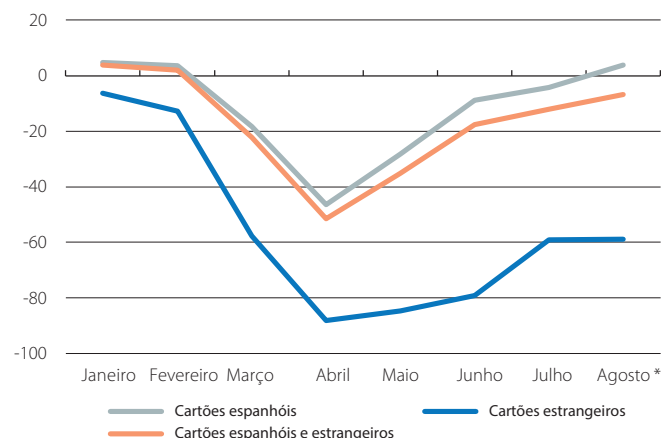


Nota: \* Para os últimos dias, os casos são apresentados por data de notificação para corrigir a possível infrarrelatório de casos por data de início dos sintomas (é estimada que a diferença entre o início dos sintomas e a notificação positiva é de cerca de 5 dias).

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

### Espanha: atividade com cartões em terminais TPA e levantamentos de dinheiro em caixas automáticas do CaixaBank

Variação homóloga (%)



Nota: \* O dado de agosto corresponde às três primeiras semanas do mês.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.



### O mercado de trabalho caminha para uma recuperação ainda incompleta.

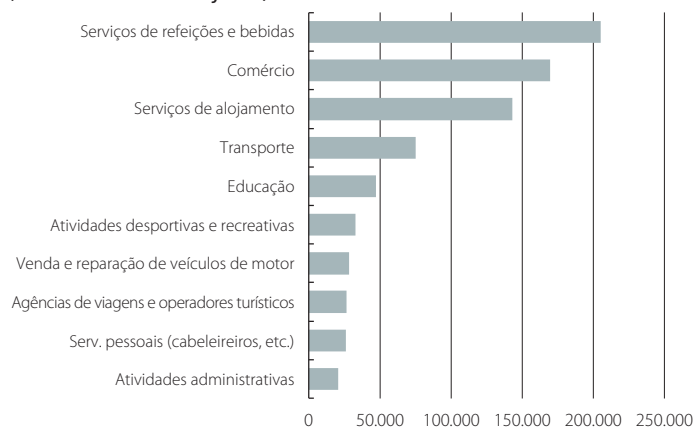
De acordo com dados da EPA, o número de ocupados caiu em 1,07 milhões de pessoas no 2T 2020 e o número de horas efetivas de trabalho caiu 22,6% em cadeia, bem acima da redução do número de ocupados e mais em linha com a queda do PIB. Da mesma forma, devido às medidas de confinamento, 16,3% dos empregados trabalhavam em casa no 2T 2020, uma percentagem bem acima da registada em 2019 (4,8%). O aumento do número de desempregados foi muito mais limitado (+55.000 pessoas no 2T 2020), uma vez que a grande maioria dos indivíduos dispostos a trabalhar passaram a ser considerados inativos por não conseguirem procurar emprego ativamente. Assim, a taxa de desemprego situou-se em 15,3% no 2T 2020 (+0,9 p. p. relativamente ao 1T 2020). A evolução do mercado de trabalho no 3T deixa-nos com uma imagem ligeiramente mais positiva e de recuperação parcial, nomeadamente em setores como o comércio, a restauração ou a hotelaria. Os dados da Segurança Social (S.S.) mostram que em julho o número médio de inscritos aumentou em 161.000 pessoas, para 18,8 milhões, e o desemprego registado desceu em 90.000 pessoas, para 3,8 milhões. Apesar desta melhoria, ambos os níveis são piores do que os registados em julho de 2019 (-3,8% e +25%, respetivamente). Da mesma forma, o número de beneficiários ao abrigo do regime de ERTE caiu significativamente durante os meses de julho e agosto. Em meados de agosto havia cerca de 850.000 beneficiários em regime de ERTE, cerca de menos um milhão do que no final de junho e bem abaixo do máximo registado em abril (3,4 milhões).

**O setor externo sofre a paralisação do setor do turismo.** A balança corrente era de 18.000 milhões em maio de 2020, uma forte deterioração em comparação com o nível de maio de 2019. Por componentes, a queda dos preços da energia proporcionou um balanço energético de 6.100 milhões de euros superior ao de maio de 2019. As restantes sub-balanças registaram ligeiros avanços, mas nem estes nem a melhoria da balança energética compensaram a deterioração do turismo. A queda no turismo reduziu o superavit dos serviços turísticos em 11.900 milhões em maio e foi o principal fator para a deterioração da balança corrente já antes do verão. Além disso, a redução drástica do turismo estrangeiro no verão aumentará a deterioração da balança turística e continuará a destruir a balança corrente na sua totalidade.

**Finanças públicas, outro elo fraco da economia espanhola após a COVID-19.** A ação inédita do Estado para ajudar as pessoas, os trabalhadores e as empresas durante esta pandemia está a causar impactos nas contas públicas. As despesas do Estado aumentaram já +23,7% homólogo no acumulado entre janeiro e junho, enquanto as receitas caíram 14,4% homólogo (no acumulado até junho) devido à redução da atividade económica. Como resultado, o défice do Estado situou-se em 4,4% do PIB no período de janeiro-junho, um recorde de 3,6 p. p. superior ao de junho de 2019. Este agravamento deve continuar, sendo que para o conjunto do ano, está previsto que o défice se situe em torno de 13,5% do PIB. Em qualquer caso, os programas da UE (está confirmado que este ano Espanha receberá 21,3 mil milhões no âmbito do programa SURE) vão ajudar a cobrir as necessidades de financiamento, permanecendo o custo da dívida em níveis baixos, favorecido pela política monetária acomodatória do BCE.

### Inscritos ao abrigo do regime de ERTE por setores \*

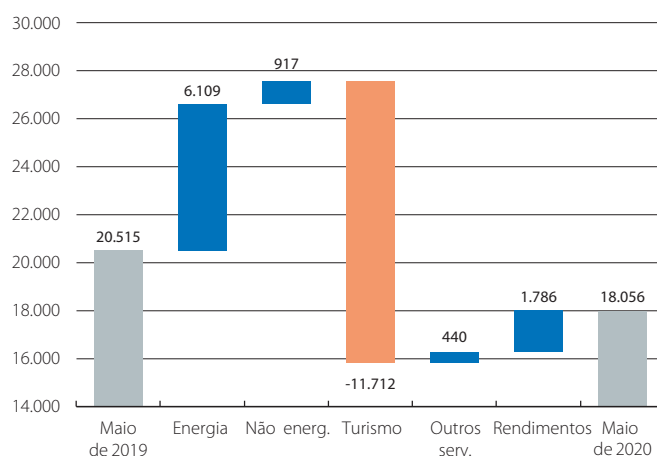
(Números no final de julho)



**Nota:** \* 10 setores com maior número de inscritos no regime de ERTE, cobrindo 69,3% do total do regime de ERTE (que somam 1,118 milhões). Inclui os ERTE por força maior total, parcial e por causas objetivas.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do MITRAMISS (Ministério de Trabalho e Economia Social, e do Ministério da Inclusão, S. S. e Migrações) de Espanha.

### Espanha: deterioração da balança corrente

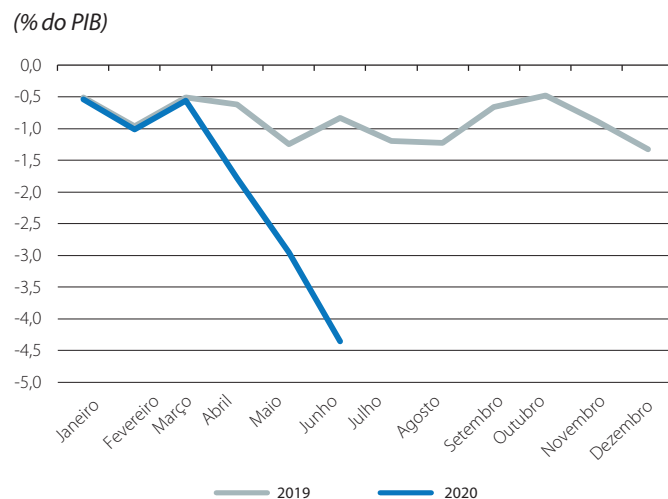
Acumulado de 12 meses (milhões de euros)



**Nota:** Melhoria ou deterioração das sub-balanças por balança corrente.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

### Espanha: capacidade/necessidade de financiamento do Estado

(% do PIB)



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



**Indicadores de atividade e emprego**

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

|                                                 | 2018       | 2019       | 3T 2019    | 4T 2019    | 1T 2020     | 2T 2020      | 06/20    | 07/20    | 08/20    |
|-------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|----------|----------|
| <b>Indústria</b>                                |            |            |            |            |             |              |          |          |          |
| Índice de produção industrial                   | 0,3        | 0,7        | 0,8        | 0,4        | -6,1        | -24,3        | -14,0    | ...      | ...      |
| Indicador de confiança na indústria (valor)     | -0,1       | -3,9       | -2,0       | -5,2       | -5,4        | -27,8        | -23,2    | -12,7    | -11,8    |
| PMI das indústrias (valor)                      | 53,3       | 49,1       | 48,2       | 47,2       | 48,2        | 39,4         | 49,0     | 53,5     |          |
| <b>Construção</b>                               |            |            |            |            |             |              |          |          |          |
| Licenças de novas construções (acum. 12 meses)  | 25,7       | 17,2       | 13,0       | 8,0        | 0,0         | ...          | ...      | ...      | ...      |
| Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)   | 14,2       | 3,4        | 1,7        | -2,4       | -4,2        | -12,7        | -15,8    | ...      | ...      |
| Preço da habitação                              | 6,7        | 5,1        | 4,7        | 3,6        | 3,2         | ...          | -        | -        | -        |
| <b>Serviços</b>                                 |            |            |            |            |             |              |          |          |          |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)          | 4,0        | 1,5        | 2,1        | 1,4        | -0,9        | -22,6        | -32,7    | -41,5    | ...      |
| PMI dos serviços (valor)                        | 54,8       | 53,9       | 53,5       | 53,6       | 42,5        | 28,4         | 50,2     | 51,9     | ...      |
| <b>Consumo</b>                                  |            |            |            |            |             |              |          |          |          |
| Vendas a retalho                                | 0,7        | 2,3        | 3,3        | 2,3        | -3,7        | -18,4        | -4,7     | -3,9     | ...      |
| Matrículas de automóveis                        | 7,8        | -3,6       | -7,9       | 5,1        | -27,6       | -68,6        | -36,7    | 1,1      | -10,1    |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor) | -4,2       | -6,3       | -5,8       | -10,5      | -10,3       | -27,9        | -25,6    | -25,6    | -28,7    |
| <b>Mercado de trabalho</b>                      |            |            |            |            |             |              |          |          |          |
| População empregada <sup>1</sup>                | 2,7        | 2,3        | 1,8        | 2,1        | 1,1         | -6,0         | -        | -        | -        |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa)            | 15,3       | 14,1       | 13,9       | 13,8       | 14,4        | 15,3         | -        | -        | -        |
| Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>      | 3,1        | 2,6        | 2,5        | 2,2        | 1,2         | -4,4         | -4,6     | -3,8     | ...      |
| <b>PIB</b>                                      | <b>2,4</b> | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>-4,1</b> | <b>-22,1</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

**Preços**

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

|                     | 2018 | 2019 | 3T 2019 | 4T 2019 | 1T 2020 | 2T 2020 | 06/20 | 07/20 | 08/20 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global     | 1,7  | 0,7  | 0,3     | 0,4     | 0,6     | -0,7    | -0,3  | -0,6  | -0,5  |
| Inflação subjacente | 0,9  | 0,9  | 0,9     | 1,0     | 1,1     | 1,1     | 1,0   | 0,6   | ...   |

**Setor externo**

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

|                                                          | 2018        | 2019        | 3T 2019     | 4T 2019     | 1T 2020     | 2T 2020     | 06/20       | 07/20      | 08/20      |
|----------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>Comércio de bens</b>                                  |             |             |             |             |             |             |             |            |            |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | 2,9         | 1,8         | 1,7         | 1,8         | 1,0         | -7,2        | -7,2        | ...        | ...        |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | 5,6         | 1,0         | 3,0         | 1,0         | -1,0        | -9,3        | -9,3        | ...        | ...        |
| <b>Saldo corrente</b>                                    | <b>23,3</b> | <b>24,6</b> | <b>22,2</b> | <b>24,6</b> | <b>25,6</b> | <b>16,3</b> | <b>16,3</b> | <b>...</b> | <b>...</b> |
| Bens e serviços                                          | 32,6        | 34,8        | 32,5        | 34,8        | 35,1        | 24,8        | 24,8        | ...        | ...        |
| Rendimentos primários e secundários                      | -9,3        | -10,2       | -10,2       | -10,2       | -9,5        | -8,5        | -8,5        | ...        | ...        |
| <b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b> | <b>29,1</b> | <b>28,6</b> | <b>28,0</b> | <b>28,6</b> | <b>29,6</b> | <b>20,2</b> | <b>20,2</b> | <b>...</b> | <b>...</b> |

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>3</sup>**

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

|                                              | 2018        | 2019        | 3T 2019     | 4T 2019     | 1T 2020     | 2T 2020    | 06/20      | 07/20      | 08/20      |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Depósitos</b>                             |             |             |             |             |             |            |            |            |            |
| Depósitos das famílias e empresas            | 3,2         | 5,4         | 5,4         | 5,4         | 4,5         | 7,9        | 7,6        | 9,1        | ...        |
| À vista e poupança                           | 10,9        | 10,7        | 10,3        | 10,3        | 8,9         | 13,0       | 12,1       | 14,1       | ...        |
| A prazo e com pré-aviso                      | -19,9       | -13,4       | -13,2       | -13,9       | -16,4       | -16,1      | -15,9      | -16,9      | ...        |
| Depósitos das Adm. Públicas                  | 15,4        | 8,8         | 3,7         | -2,1        | -6,2        | -6,6       | -3,2       | 5,8        | ...        |
| <b>TOTAL</b>                                 | <b>3,9</b>  | <b>5,6</b>  | <b>5,3</b>  | <b>4,8</b>  | <b>3,8</b>  | <b>7,0</b> | <b>6,9</b> | <b>8,9</b> | <b>...</b> |
| <b>Saldo vivo de crédito</b>                 |             |             |             |             |             |            |            |            |            |
| Setor privado                                | -2,4        | -1,5        | -1,1        | -1,5        | -1,0        | 1,5        | 1,9        | 1,8        | ...        |
| Empresas não financeiras                     | -5,5        | -3,4        | -2,3        | -3,0        | -1,7        | 6,1        | 7,1        | 6,7        | ...        |
| Famílias - habitações                        | -1,1        | -1,3        | -1,6        | -1,5        | -1,7        | -2,1       | -2,2       | -1,9       | ...        |
| Famílias - outros fins                       | 2,8         | 3,2         | 3,4         | 2,2         | 2,5         | 0,6        | 0,9        | 0,5        | ...        |
| Administrações Públicas                      | -10,6       | -6,0        | -5,4        | -1,2        | 1,7         | 0,1        | -1,5       | 0,5        | ...        |
| <b>TOTAL</b>                                 | <b>-2,9</b> | <b>-1,7</b> | <b>-1,4</b> | <b>-1,5</b> | <b>-0,9</b> | <b>1,5</b> | <b>1,7</b> | <b>1,7</b> | <b>...</b> |
| <b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b> | <b>5,8</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,1</b>  | <b>4,8</b>  | <b>4,8</b>  | <b>...</b> | <b>...</b> | <b>...</b> | <b>...</b> |

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

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

## O escritório do futuro: regresso ao passado?

O aparecimento da COVID-19 impactou fortemente em muitas áreas, hábitos sociais e económicos. O local e a forma como trabalhamos é apenas um deles. Até agora, os escritórios eram um espaço de trabalho, reunião e socialização. Porém, o trabalho cada vez mais pode ser efetuado em qualquer lugar, as reuniões também podem ser muitas vezes efetuadas remotamente e socializar – com as atuais medidas de distanciamento físico – é no mínimo complexo num ambiente de trabalho partilhado. Em tempos de coronavírus, estarão os escritórios enormemente afetados?

### A origem do escritório: dos mosteiros aos arranha-céus

Durante a Idade Média e a época dos Descobrimentos, apenas algumas organizações lidavam com documentação escrita e possuíam locais remotamente semelhantes aos escritórios de hoje em dia. Os mosteiros, com as suas câmaras de copistas ou *scriptorium*, e as empresas que exploravam as rotas comerciais com a Ásia e o Novo Mundo são alguns destes exemplos. No início do século XVIII, a Companhia Britânica das Índias Orientais, especializada precisamente no comércio com a Ásia, já contava com 300 secretários, notários e contabilistas que muitas vezes trabalhavam lado a lado. Contudo, desenvolviam o seu trabalho em casas particulares ou em palácios antigos e não em edifícios concebidos especificamente para esse fim.

Outros profissionais para os quais a documentação escrita também era essencial, como os advogados, também exerceram a sua atividade nas suas casas durante vários séculos. De certa forma, o «teletrabalho»<sup>1</sup> era comum naquela época, mesmo nas profissões que atualmente identificamos com ambientes de escritório. Um caso claramente ilustrativo é o da companhia de seguros Lloyd's de Londres. No século XVII, os corretores de seguros marítimos independentes trabalhavam nas suas casas, mas reuniam-se na cafetaria que Edward Lloyd tinha perto da Torre de Londres para partilharem informações e fechar negócios, razão pela qual a cafetaria servia informalmente como escritório. Anos mais tarde, com o início da Revolução Industrial, estes corretores de seguros associaram-se sob o nome de Lloyd's e, em 1774, decidiram alugar várias divisões da Royal Exchange de Londres para desenvolverem em conjunto a sua atividade.

De facto, a origem do escritório moderno está intimamente ligada à Revolução Industrial. Com o aumento da produção industrial e do comércio internacional, foram desenvolvidas profissões e surgiram novas atividades económicas cujo habitat natural era o escritório. Além dos escritórios das companhias de seguros, dos bancos ou empresas comerciais, as próprias fábricas precisaram de acomodar novos espaços onde pudessem desenvolver estas novas atividades: assim nasceram os escritórios.

Nas últimas décadas do século XIX e durante as três primeiras décadas do século XX, os avanços ao nível das telecomunicações (o telégrafo elétrico primeiro e o telefone depois) permitiram uma separação física entre as tarefas administrativas e as tarefas de produção. Com isto, os escritórios adquiriram uma entidade própria em edifícios exclusivamente concebidos para o desempenho destas tarefas administrativas.

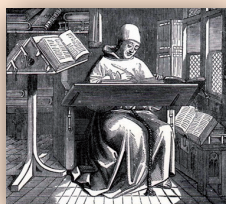
Este distanciamento entre escritórios e centros de produção fabril, aliado ao enorme desenvolvimento industrial dos EUA, deu origem ao fenómeno dos arranha-céus. As grandes empresas industriais americanas da época decidiram «deslocalizar» as suas sedes administrativas nas grandes cidades, na forma de edifícios altos que também serviam como símbolo do seu prestígio e poder. Chicago e Nova Iorque foram as cidades pioneiras nesta corrida dos escritórios em direção aos «céus». O Home Insurance Building, inaugurado em 1885 em Chicago e sede da Home Insurance Company, foi o primeiro arranha-céus do mundo. Todos sabemos que o Chrysler Building em Nova Iorque, sede da companhia automóvel americana, deteve o título de arranha-céus mais alto do mundo por apenas 11 meses, após ter sido arrebatado pelo Empire State Building, financiado em parte pela General Motors. A história dos escritórios ficaria ligada para sempre à arquitetura e ao urbanismo.

### Os escritórios de hoje...

Após a Segunda Guerra Mundial, os escritórios continuaram a proliferar devido ao aumento da economia dos serviços. Escritórios que, ao longo dos últimos 70 anos, também passariam por importantes transformações como consequência das mudanças económicas e tecnológicas na nossa sociedade. Em particular, a transição para a economia do conhecimento fez com que os escritórios deixassem de ser o que alguns especialistas denominam de «fábricas de papelada» (*paperwork factories*) para «fábri-

1. Neste artigo e nos próximos artigos deste Dossier, utilizaremos indistintamente os termos «teletrabalho» e «trabalho remoto» para mencionar o formato de trabalho que é efetuado a partir de casa, embora em termos jurídicos ambos os termos possam indicar várias formas de trabalho.

## Passado, presente e futuro dos escritórios



s. V - XV

IDADE MÉDIA



s. XV - XVI

RENASCIMENTO

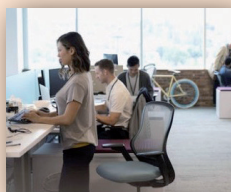


s. XVIII - princípios s. XX

REVOLUÇÃO INDUSTRIAL /  
ERA DOS ARRANHA-CÉUS  
NA AMÉRICA

1945-1960

PÓS-GUERRA



O escritório atual

— ESCRITÓRIOS VERSÁTEIS  
E ABERTOS

O escritório do futuro

TELETRABALHO  
+ SOCIALIZAÇÃO

cas de ideias». Para dinamizar o fluxo destas ideias, começou a ser desenvolvida uma conceção de escritórios com postos de trabalho mais abertos e flexíveis, espaços informais de reunião e espaços de descanso ou lazer com um aspeto acolhedor e caseiro. De certa forma, os escritórios tentaram fazer-nos sentir como se estivéssemos «em casa».

Com efeito, desde a chegada da Internet às nossas vidas, há mais de um quarto de século, inúmeras vezes apregoavam precisamente o fim dos escritórios a favor do conforto do lar graças ao teletrabalho. Completamente longe da realidade. Um facto, no mínimo curioso, é que a maior parte das empresas de tecnologia de Silicon Valley não tinha optado pelo teletrabalho antes da atual crise de saúde. Pelo contrário, a grande maioria impulsionou estes escritórios informais com espaços versáteis e abertos. A principal razão não é outra senão a crença de que o surgimento de ideias inovadoras é mais propício num ambiente deste tipo.

### ... e os escritórios do amanhã

Embora ainda seja muito cedo para saber a dimensão da mudança que os escritórios podem sofrer, as empresas de tecnologia sempre vanguardistas podem dar-nos algumas pistas. Muitos deles já começaram a anunciar que as possibilidades do teletrabalho podem ir além do que dita a pandemia, se os funcionários assim o desejarem.

Na verdade, vários elementos apoiam para uma mudança no sentido de um aumento do teletrabalho. Por um lado, alguns estudos já sugerem que a flexibilidade de poder trabalhar à distância de forma regular aumenta a produtividade dos trabalhadores (ver o artigo «Teletrabalho e produtividade: um binómio complexo» neste Dossier). Além disso, um maior equilíbrio entre a vida pessoal e profissional ou uma sociedade mais respeitadora do meio ambiente são necessidades sociais crescentes que favorecem o teletrabalho (ver o artigo «Como o teletrabalho afeta a sociedade e a nossa forma de vida?» neste Dossier). Outro fator determinante é a enorme melhoria e evolução das TIC nos últimos anos. Trata-se de inovações que favorecem o teletrabalho mas que possivelmente não estavam totalmente difundidas na economia. O *choque* da COVID-19 acelerou esta difusão. Finalmente, num mundo onde as ideias prevalecem, o trabalho reflexivo impor-se-á ao mais repetitivo. Um trabalho que, sem dúvida, pode beneficiar da tranquilidade que o trabalho remoto pode proporcionar.

Fonte: BPI Research.

E as ideias que surgem das conversas de escritório? Num contexto de menor incidência do coronavírus, seguramente uma opção mista, onde o trabalho remoto e o trabalho presencial combinem entre si num novo tipo de escritório que incentive ainda mais os encontros, as conversas e as colaborações, poderá ser um bom equilíbrio. Definitivamente, a cafeteria de Edward Lloyd poderá ser o nosso escritório do amanhã.

## Teletrabalho e produtividade: um binómio complexo

A COVID-19 e as medidas de distanciamento social impostas para travar o seu avanço obrigaram um grande número de pessoas a teletrabalhar. Trata-se de uma prática que, até agora, não estava muito difundida na nossa sociedade, mas que certamente continuará para além desta pandemia. A mudança de antes ir para o escritório – onde são efetuadas um grande número de tarefas que podem ser realizadas à distância – e agora teletrabalhar em casa tem efeitos em muitas áreas, desde as puramente económicas às sociais. Neste artigo, focar-nos-emos na esfera económica, em particular nas consequências do teletrabalho na produtividade.

### Os prós e contras do teletrabalho: concentração vs. colaboração

Nicholas Bloom, professor de economia da Universidade de Stanford, publicou em 2015 uma análise empírica sobre os benefícios do teletrabalho em termos de produtividade do trabalho<sup>1</sup>. O estudo, com base nos resultados obtidos num ensaio efetuado ao longo de nove meses numa das maiores empresas de serviços turísticos do mundo, concluiu que o trabalho remoto melhorou o desempenho dos trabalhadores em 13%. Uma melhoria que se deve tanto a um menor número de distrações como a um menor número de pausas em cada turno trabalhado<sup>2</sup>.

Uma *nuance* relevante que ressalta deste estudo é que a adaptação às preferências dos colaboradores é um fator importante. Assim, o aumento do desempenho do colaborador passa de 13% para 22% quando o teletrabalho é voluntário e não imposto. O teletrabalho, embora potencialmente excelente para atingir um maior grau de concentração, também conduz a situações de isolamento social e profissional que podem ter um impacto negativo na produtividade do colaborador.

Além da melhoria do desempenho, existem dois elementos adicionais que favorecem o maior aumento na produtividade da empresa. Em primeiro lugar, entre os colaboradores que teletrabalham, verifica-se uma menor taxa de rotatividade, o que reduz substancialmente os custos associados à seleção de novos colaboradores e à sua formação. Em segundo lugar, a diminuição dos custos de manutenção dos edifícios de escritórios compensam largamente o investimento digital efetuados nas casas dos colaboradores que trabalham remotamente. Estas três vias (rendimento, rotatividade e economia de manutenção) representaram, no seu conjunto, uma melhoria de 20% a 30% na produtividade da empresa analisada por Bloom. No entanto, será o trabalho criativo também mais produtivo numa situação de teletrabalho? Existem tipos de criatividade que podem beneficiar particularmente de um ambiente partilhado?

Ambientes de escritório abertos, flexíveis e versáteis estimulam a criatividade e a inovação. Especificamente, um elemento importante para a inovação é a troca de conhecimento entre colegas (*knowledge sharing*), um processo que ocorre com maior frequência e facilidade quando existem interações presenciais entre colegas de trabalho<sup>3</sup>. A razão não é outra do que um clima de confiança que origina este tipo de interação face a face. De facto, as grandes empresas de tecnologia de Silicon Valley não tinham optado pelo teletrabalho antes da pandemia, precisamente porque a interação e a colaboração entre os trabalhadores são essenciais para a inovação constante dos produtos e serviços que produzem.

Contudo, é importante efetuar dois esclarecimentos pertinentes. Em primeiro lugar, a utilização de tecnologias avançadas que permitem o contacto frequente e relativamente pessoal com os trabalhadores, remotamente, também pode promover um clima de confiança e, portanto, a partilha de conhecimento. Em segundo lugar, as novas gerações de trabalhadores (nativos digitais) podem exigir um menor contacto presencial para estabelecer os laços de confiança necessários para colaborar entre colegas.

Finalmente, o trabalho remoto apresenta outros problemas. Por exemplo, foi documentado que trabalhar remotamente ainda acarreta um certo «estigma», pois o tempo passado no escritório está associado ao compromisso do colaborador com a empresa<sup>4</sup>. Por exemplo, o estudo de Bloom encontra uma relação negativa entre o teletrabalho e a progressão na carreira: se considerarmos dois colaboradores igualmente produtivos, a probabilidade de obter uma promoção do colaborador que trabalha no escritório é maior do que a do colaborador que trabalha remotamente.

1. Ver Bloom, N., Liang, J., Roberts, J. e Ying, Z. J. (2015). «Does working from home work? Evidence from a Chinese experiment». The Quarterly Journal of Economics, 130(1), 165-218.

2. No ensaio não era permitido trabalhar horas extraordinárias. As pessoas que trabalhavam remotamente aproveitavam o tempo que antes utilizavam para se deslocarem para o local de trabalho para resolverem assuntos de cariz pessoal, razão pela qual quando iniciavam o seu turno de trabalho, não precisavam de fazer pausas para resolver este tipo de assuntos.

3. Ver Golden, T. D. e Raghuram, S. (2010). «Teleworker knowledge sharing and the role of altered relational and technological interactions». Journal of Organizational Behavior, 31(8), 1061-1085.

4. Por exemplo, Williams, J. C., Blair-Loy, M. e Berdahl, J. L. (2013). «Cultural Schemas, social class, and the flexibility stigma». Journal of Social Issues, 69(2), 209-234.

## O caso de Espanha: de quanto estamos a falar?

O trabalho de Bloom e coautores oferece-nos um ponto de partida que nos permite efetuar uma primeira aproximação do impacto do teletrabalho na produtividade em Espanha. Para efetuar este cálculo, partiremos das estimativas deste estudo sobre o impacto do teletrabalho na produtividade do trabalhador. A seguir, utilizaremos a percentagem de colaboradores em Espanha que podem potencialmente realizar o seu trabalho à distância (as nossas estimativas situam-se em cerca de 33%)<sup>5</sup>. Por último, aplicaremos a denominada «taxa de translação»: teremos em consideração, como referem Bloom e coautores, que, para aproveitar ao máximo o teletrabalho, não basta apenas que a tipologia de empregos seja capaz de se desenvolver remotamente. É também necessário que a pessoa o queira fazer e que tenha as condições adequadas em casa para o fazer (por exemplo, que tenha o seu próprio quarto ou ligação de internet de banda larga).

Na tabela, mostramos os resultados em dois cenários possíveis. Num primeiro cenário mais favorável, consideramos o limite superior do intervalo de aumento de produtividade relatada por Bloom e coautores (30%). Da mesma forma, consideramos uma elevada taxa de translação de 75%, o que significa que grande parte dos trabalhadores suscetíveis de trabalhar remotamente querem e reúnem condições para o fazer. Num segundo cenário, bem menos favorável, consideramos o limite inferior do intervalo de aumento de produtividade (20%) e uma baixa taxa de translação de 25%. Como é possível verificar, a adoção do teletrabalho de forma generalizada pode aumentar a produtividade espanhola entre 1,4% e 6,2%.

Numa primeira abordagem, este resultado pode parecer, quantitativamente, muito significativo, especialmente se considerarmos que o crescimento médio da produtividade espanhola entre 2000 e 2018 foi de um modesto 0,3% anual<sup>6,7</sup>. Porém, ao visualizarmos uma mudança de paradigma como a que estamos a propor, devemos pensar numa mudança progressiva que poderá durar vários anos. A chegada dos computadores nas décadas 1970 e 1980 pode servir de exemplo: a sua introdução repercutiu-se em aumentos substanciais de produtividade, os quais foram graduais, pois a sua introdução trouxe consigo novas formas de trabalho e novos produtos e serviços que atualmente ainda causam impacto no crescimento da produtividade.

## Conclusões

O teletrabalho aumenta a produtividade. Este aumento deve-se ao facto de o trabalho remoto criar um ambiente que favorece a concentração, menos interrupções por turno trabalhado e poupança para a empresa em termos de espaço e menor rotatividade dos colaboradores.

Da mesma forma, para que todo o seu potencial seja desenvolvido, é necessária uma mudança na cultura empresarial para adaptar as tarefas a desempenhar em cada emprego às formas de trabalho mais adequadas para as desempenhar. Se o escritório continua a ser o espaço que mais promove a formação de ideias, pode ser interessante explorar formas de trabalho que alternem o trabalho à distância – uma forma que permite atingir níveis mais elevados de concentração – com o trabalho presencial, para continuar a dar força à inovação.

Da mesma forma, os benefícios do teletrabalho só podem ser concretizados se o trabalhador puder escolher por trabalhar remotamente ou não, e se for garantido que o espaço habilitado para desenvolver o seu trabalho à distância e as restantes circunstâncias em que o desenvolve são os adequados. Alternativamente, a experiência pode ser contraproducente. Como referiu Nicholas Bloom – coautor do artigo a favor do teletrabalho mencionado anteriormente – numa entrevista recente sobre o aumento do teletrabalho durante a crise da COVID-19: «Estamos em casa, com os nossos filhos, a trabalhar em espaços que não são adequados, sem podermos escolher se queremos teletrabalhar e sem poder ir ao escritório nenhum dia... isto será um desastre para a produtividade»<sup>8</sup>.

### Impacto macroeconómico do teletrabalho: cenários

|                         | Aumento da produtividade devido ao teletrabalho | Potencial de teletrabalho * | Taxa de translação ** | Aumento agregado da produtividade |
|-------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------------------|
| Cenário mais favorável  | 30%                                             | 32,6%                       | 75%                   | 6,2%                              |
| Cenário menos favorável | 20%                                             | 32,6%                       | 25%                   | 1,4%                              |

**Notas:** \* Os cálculos consideram que, em Espanha, 4,9% dos trabalhadores já trabalhavam remotamente de forma regular antes da crise da COVID-19.

\*\* Percentagem de trabalhadores (sobre o total de trabalhadores com potencial para teletrabalhar) que podem teletrabalhar adequadamente.

Fonte: BPI Research.

5. Ver o Focus «A COVID-19 impulsiona o teletrabalho» na IM06/2020.

6. Fonte: Banco de Espanha.

7. Com uma taxa de crescimento de 0,3% anual, demoraria 19 anos para acumular um crescimento de 6%.

8. Adam Gorlick. «Productivity pitfalls of working from home in the age of COVID-19». SIEPR, 30 de março de 2020 (tradução a partir do inglês por parte dos autores).



## Como o teletrabalho afeta a sociedade e a nossa forma de vida?

O teletrabalho, apesar de toda a tecnologia que o torna possível, é um conceito que dificilmente pode ser chamado de moderno. Até ao século XIX, o que hoje conhecemos como trabalho remoto era o formato usual para muitos: trabalhar em casa fazia parte da normalidade dos artesãos e camponeses, que desenvolviam parte ou toda a sua atividade profissional num espaço concebido para isso nas suas casas. Com a Revolução Industrial, as fábricas e os escritórios – como referimos no primeiro artigo deste Dossier – substituíram a oficina doméstica e passaram a ser os principais locais de trabalho. Com muitas *nuances*, tem sido sempre assim desde então.

Atualmente, o surgimento do coronavírus colocou o trabalho remoto novamente em voga e alimentou o debate sobre o seu impacto social e sobre a nossa forma de vida. No entanto, o conceito de teletrabalho já tinha sido recuperado muito antes, quando Jack Nilles, reconhecido como o «pai» do teletrabalho, o resgatou em 1973 num mundo ainda sem internet como forma de compensar as perdas económicas sofridas pelas empresas devido à crise do petróleo<sup>1</sup>. À medida que crescia o interesse pelo teletrabalho como forma de reduzir custos, crescia também o interesse pelo teletrabalho como forma de resolver problemas de outra natureza social. Num mundo com maior participação feminina no mercado de trabalho, em que todos os membros do agregado familiar deviam conciliar o trabalho com as tarefas domésticas e o cuidado dos filhos, o teletrabalho foi apontado como ferramenta para abordar problemas relacionados com o equilíbrio entre a vida profissional e ou a baixa taxa de natalidade. Vejamos com maior detalhe.

### Maior reconciliação sob certas condições...

Uma das grandes atrações que tem sido atribuída ao teletrabalho é que permite uma melhor conciliação da vida profissional e pessoal (conceito que iremos simplificar de agora em diante utilizando a forma de «equilíbrio entre a vida pessoal e profissional»). Esta questão é de grande interesse em sociedades nas quais as tarefas relacionadas com a casa e o cuidado dos filhos passaram de ser exclusivamente responsabilidade de um dos membros da unidade familiar (geralmente a mulher) para ser uma ocupação partilhada por todos os membros do agregado familiar, pois todos trabalham fora de casa.

De acordo com a meta-análise efetuada por Allen *et al.* (2015), embora o teletrabalho esteja associado a um melhor equilíbrio entre a vida pessoal e profissional, a relação, embora estatisticamente significativa, quantitativamente é bastante ténue. Especificamente, o estudo mostra que se perguntássemos a 100 pessoas que teletrabalham se o teletrabalho facilitou o equilíbrio entre a vida pessoal e profissional, em média «apenas» obteríamos 16 respostas positivas.

Outros estudos acrescentam *nuances* importantes a este resultado. Golden *et al.* (2006) mostram-nos que a relação positiva entre teletrabalho e equilíbrio entre a vida pessoal e profissional cresce em função da intensidade desse mesmo teletrabalho<sup>2</sup>. Ou seja, os benefícios do teletrabalho como ferramenta para alcançar um melhor equilíbrio entre a vida pessoal e profissional aumentam quanto mais teletrabalho for realizado: um dia de teletrabalho por mês não é o mesmo que três dias por semana. Além disso, como seria de esperar, a experiência ao nível de teletrabalho é um fator fundamental. Por outras palavras, as pessoas que trabalham remotamente há mais de um ano conseguem equilibrar a vida pessoal e profissional muito melhor do que aquelas que teletrabalham há menos tempo. Tendo estas *nuances* em consideração, a relação de 16 respostas positivas por cada 100 poderia aumentar para 25. Um número significativo, mas não avassalador.

Da mesma forma, outros estudos analisam a relação entre o teletrabalho e a satisfação profissional, encontrando também uma relação positiva. No entanto, o efeito neste caso não é linear e os benefícios tendem a desaparecer quando a intensidade do teletrabalho é elevada. Este resultado está associado à perda de relações sociais e com a maior sensação de isolamento que o teletrabalho de forma muito intensa pode originar.

### ... mas equilíbrio com limitações

Como é habitual, a evidência disponível até agora responde a algumas das perguntas colocadas, mas abrem a porta a muitas outras. Por exemplo, como é possível que o teletrabalho não traga grandes benefícios no eterno problema do equilíbrio entre a vida pessoal e profissional? Afinal, o teletrabalho permite-nos poupar tempo no transporte e proporciona-nos uma maior flexibilidade para conciliar as tarefas profissionais e domésticas.

Destacamos alguns canais que limitam os possíveis benefícios do teletrabalho. Em primeiro lugar, da mesma forma que o teletrabalho faz com que trabalho interfira menos na vida pessoal, um conceito que abreviaremos com a sigla TIV (o trabalho interfere na vida pessoal), a literatura também explora o efeito na direção oposta: a vida pessoal interfere no trabalho (VIT). Bem, de acordo com a meta-análise de Allen *et al.*, quanto maior a intensidade do teletrabalho, menor é o TIV mas maior é o VIT. É fácil imaginar, por exemplo, que o teletrabalho perturba as funções familiares e profissionais: enquanto o teletrabalho permite mudar de função muito mais rapidamente, o que poderá contribuir para um melhor equilíbrio entre a vida pessoal e profissional, por sua vez aumenta a probabilidade de ocorrência do VIT, ou seja, interrupções e outros problemas decorrentes do ambiente doméstico e familiar que acabam por dificultar o desempenho no trabalho.

1. Ver Allen *et al.* (2015). «How effective is telecommuting? Assessing the status of our scientific findings». *Psychological Science in the Public Interest*, 16(2), 40-68.

2. Golden, T. D., Veiga, J. F. e Simsek, Z. (2006). «Telecommuting's differential impact on work-family conflict: Is there no place like home?». *Journal of Applied Psychology*, 91, 1340-1350.

Em segundo lugar, outro motivo que tem sido citado como possível atenuante da relação entre teletrabalho e equilíbrio entre a vida pessoal e profissional é a falta de liberdade criada pela ligação digital. Assim, a interface tecnológica que viabiliza o teletrabalho poderá também acarretar num aumento do horário de trabalho, criando, por exemplo, a necessidade de verificar constantemente o correio eletrónico mesmo fora do horário normal de trabalho. Se o teletrabalho implicasse um aumento generalizado do horário de trabalho, não seria de esperar que o teletrabalho ajudasse a um melhor equilíbrio entre a vida pessoal e profissional.

### Do teletrabalho à natalidade

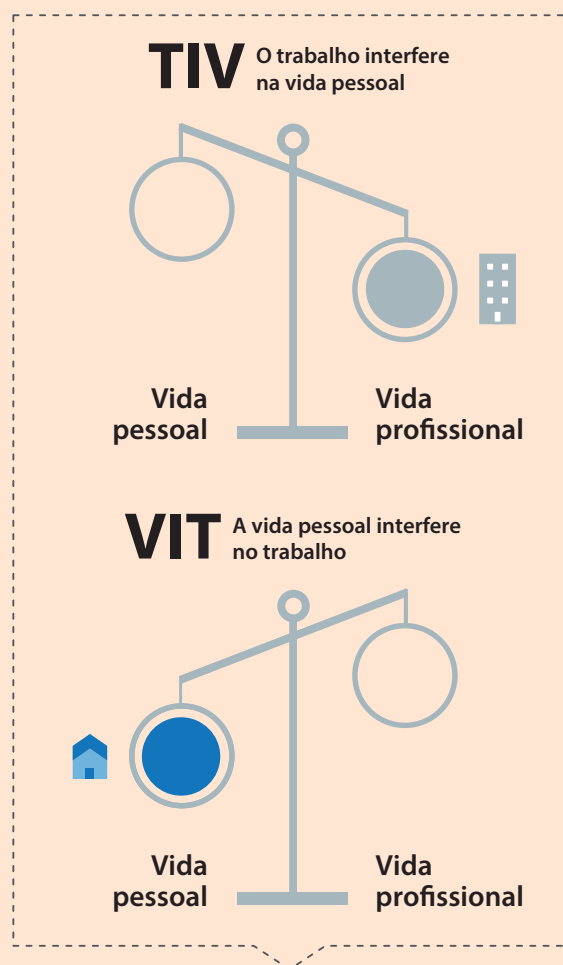
Numa altura em que as nossas sociedades têm de aprender a lidar com o lento mas inexorável declínio da taxa de natalidade e com todas as suas repercussões<sup>3</sup>, é fundamental considerar como se deve conciliar família e trabalho. Como vimos, na medida em que o teletrabalho é uma forma de melhorar o equilíbrio entre a vida pessoal e profissional, também pode influenciar na decisão de ter filhos. Neste sentido, poderíamos considerar o teletrabalho como uma «libertação», uma forma de trabalhar que impusesse menos restrições às decisões relacionadas com a natalidade de cada família<sup>4</sup>.

Embora não tenhamos conhecimento de quaisquer estudos que abordem explicitamente esta relação, foram analisadas questões que estão intimamente relacionadas. Por exemplo, num estudo relativamente recente efetuado com dados de famílias alemãs, Billari *et al.* analisaram se o acesso à Internet de banda larga afetava as decisões sobre a taxa de natalidade e encontrou um efeito pequeno, mas positivo, entre o acesso à Internet de qualidade e a taxa de natalidade em mulheres entre 25 e 45 anos e com um nível elevado de formação<sup>5</sup>. De acordo com os autores, a razão é que o acesso à Internet de banda larga abre portas para formas de trabalho mais flexíveis que facilitam o equilíbrio entre a vida pessoal e profissional, como o trabalho a tempo parcial ou o teletrabalho.

### Conclusões

Em suma, o impacto do teletrabalho não se limita apenas à esfera económica – como analisámos no artigo anterior – mas possui também derivações sociais muito importantes e em questões-chave como o equilíbrio entre a vida pessoal e profissional e a satisfação no trabalho e, inclusivamente, na taxa de natalidade. A evidência empírica até ao momento indica que, de facto, o teletrabalho como uma forma mais flexível de trabalho favorece um melhor equilíbrio entre a vida pessoal e profissional, aumenta o grau de satisfação profissional e poderá aumentar a probabilidade das famílias terem mais filhos. No entanto, por detrás desta evidência existem algumas *nuances* importantes para que estes efeitos positivos ocorram de forma eficaz: são essenciais uma implementação correta do teletrabalho e um processo de aprendizagem. Caso contrário, poder-se-á tornar numa nova forma de falta de liberdade em vez de libertação.

### Interferências entre a vida pessoal e a vida profissional



## EQUILÍBRIO



Fonte: BPI Research.

3. Ver, por exemplo, o Dossier «Impacto do envelhecimento em Espanha e Portugal» na IM04/2020.

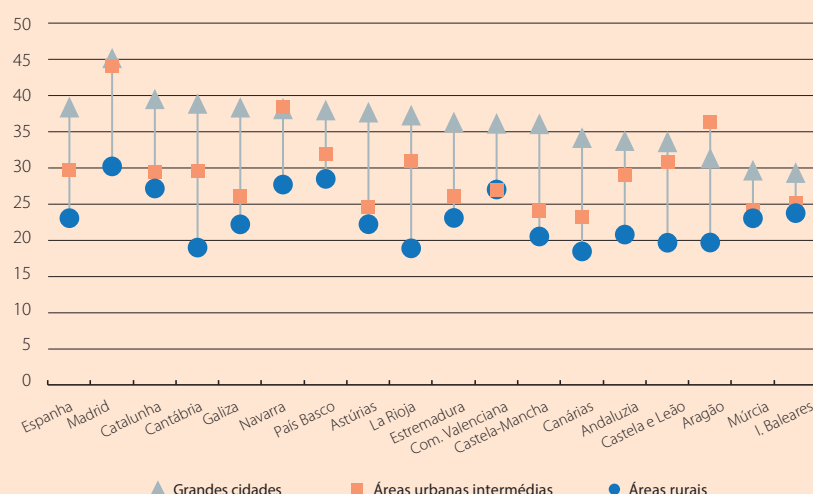
4. Ver Billari, *et al.* (2017). «Does Broadband Internet Affect Fertility?». IZA DP n.º 10935.

5. Os autores constataram que o acesso à internet de banda larga aumenta em 12% a probabilidade de ter filhos entre as mulheres entre os 25 e 45 anos e com um elevado nível de escolaridade.

## Como o teletrabalho mudará a mobilidade urbana e as decisões residenciais?

A pandemia do coronavírus fez com que uma elevada percentagem de espanhóis começasse a teletrabalhar. Apesar de que, com o levantamento das medidas de distanciamento social esta percentagem esteja a diminuir, muitas empresas consideram já a opção de oferecer aos seus colaboradores uma modalidade de trabalho mais flexível em que os dias de trabalho presenciais no escritório combinam com dias de trabalho em remoto.

### Potencial do teletrabalho por Comunidade Autónoma espanhola de acordo com a densidade populacional do município de residência (% de empregados com potencial para teletrabalhar)



**Nota:** Os municípios são classificados de acordo com a sua densidade populacional em três grupos: grandes cidades (zonas densamente povoadas, descritas como cidades no Eurostat), áreas urbanas intermédias (zonas de densidade intermédia, descritas como localidades no Eurostat) e áreas rurais (zonas escassamente povoadas, e com o mesmo nome no Eurostat).

**Fonte:** BPI Research, a partir de cálculos próprios e dados do Eurostat (LFS) e de Dingel e Neiman (2020).

Perante esta previsível tendência ascendente do teletrabalho, neste artigo analisaremos as suas implicações para a mobilidade urbana e, através de uma perspetiva de mais longo prazo, as suas implicações no mercado imobiliário residencial. Afinal, muitas famílias decidem comprar uma casa perto do local de trabalho para minimizar o tempo que demoram a chegar ao mesmo. Contudo, se a necessidade de trabalhar presencialmente for limitada a alguns dias por semana, a decisão de onde residir poderá variar consideravelmente.

### Potencial do teletrabalho: maior nas grandes cidades e também entre os trabalhadores altamente qualificados

Para responder às duas questões que colocamos (mobilidade urbana e local de residência), é necessário primeiro analisar o potencial de teletrabalho que existe de acordo com o local de residência dos trabalhadores.

Em 2019, apenas 4,9%<sup>1</sup> dos trabalhadores em Espanha tinham a opção de trabalhar a partir de casa, com regularidade. No entanto, tendo em conta as tarefas desempenhadas por trabalhadores de várias profissões, estima-se que cerca de um terço de todos os trabalhadores espanhóis poderiam exercer as suas profissões remotamente<sup>2</sup>. Por outras palavras, existe um grande potencial para aumentar o número de pessoas que teletrabalham.

Contudo, é este o potencial homogéneo em toda a geografia espanhola ou existem diferenças importantes? O que observamos é que o potencial de teletrabalho é muito maior nas grandes cidades, conforme mostra o primeiro gráfico. Assim, se classificarmos os municípios espanhóis de acordo com a densidade populacional, verificamos que 39% dos trabalhadores residentes nas grandes cidades podiam teletrabalhar, em comparação com 30% nas áreas intermédias urbanas e 23% nas áreas rurais.

Não é surpreendente que as grandes cidades apresentem um maior potencial para o teletrabalho, uma vez que é aqui onde se concentra uma percentagem muito elevada de empregos de «escritório» com elevado potencial de teletrabalho em comparação com empregos em fábricas ou no campo, mais comuns em áreas urbanas intermédias ou rurais<sup>3</sup>. No entanto, um facto que pode surpreender é a diferença significativa entre as duas percentagens: cerca de 20 pontos entre as grandes cidades e as áreas rurais.

Se fizermos o mesmo exercício ao nível das comunidades autónomas espanholas observamos, de forma geral, a mesma distribuição: uma percentagem mais elevada de potencial de teletrabalho nas áreas urbanas em comparação com as áreas rurais. Entre as

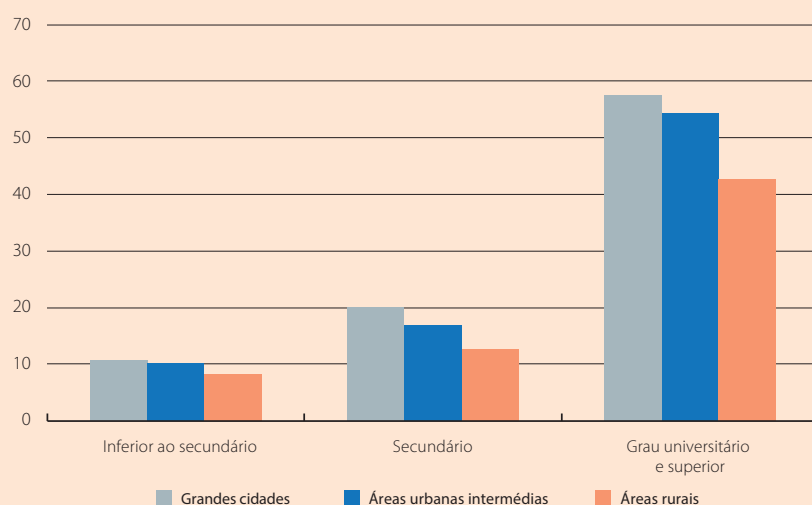
1. De acordo com dados do Eurostat: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20200424-1>.

2. Estimativa própria de acordo com os microdados do EPA e a metodologia Dingel e Neiman (2020). Ver o Foco «A COVID-19 impulsiona o teletrabalho» na IM06/2020.

3. Os dados que obtemos referem-se ao potencial de teletrabalho das pessoas que vivem nas cidades em comparação com as áreas mais rurais, e não ao potencial dos empregos existentes nestas localidades. No entanto, estamos a assumir que uma percentagem significativa das pessoas que vivem nas cidades trabalham nestas cidades e que o mesmo acontece nas áreas rurais.

### Potencial do teletrabalho dos jovens de acordo com o nível de escolaridade e a densidade populacional do município de residência

(% de empregados com potencial para teletrabalhar)



**Notas:** O nível de escolaridade faz referência ao nível máximo alcançado. Os municípios são classificados de acordo com a sua densidade populacional em três grupos: cidades (zonas densamente povoadas), localidades (zonas de densidade intermédia) e áreas rurais (zonas escassamente povoadas). Considerámos os trabalhadores com idades compreendidas entre os 25 e os 39 anos.

**Fonte:** BPI Research, a partir de cálculos próprios e dados do Eurostat (LFS) e de Dingel e Neiman (2020).

comunidades, destaque para a Comunidade de Madrid, que ultrapassa largamente a média espanhola, com uma percentagem de potencial de teletrabalho de 45% nas grandes cidades. A localização de inúmeras sedes administrativas de grandes empresas, a concentração de universidades ou a percentagem de funcionários públicos (acima da média nacional) explicam certamente grande parte desta diferença.

Dado que nos interessa analisar o impacto do teletrabalho na mobilidade e na tomada de decisões sobre o local de residência, concentrar-nos-emos nos jovens trabalhadores, entre os 25 e os 39 anos, pois é a faixa etária que costuma constituir família. Em geral, os jovens possuem um potencial de teletrabalho semelhante ao conjunto da população. No entanto, um fator que influencia decisivamente no potencial do teletrabalho é o nível de estudos alcançado: os jovens trabalhadores com ensino superior possuem um potencial muito elevado para o teletrabalho (54%) em comparação com 17% dos jovens trabalhadores com educação secundária

ou 10% dos jovens com menor nível escolar. Além disso, o potencial de teletrabalho dos trabalhadores com ensino superior é muito maior nas grandes cidades do que nas áreas rurais. Especificamente, nestas áreas, o potencial de teletrabalho dos jovens universitários é de 58%, em comparação com 43% nas áreas rurais, representando uma diferença de 15 pontos. Além disso, a percentagem de jovens trabalhadores com ensino superior é bem maior na cidade que no campo (56,9% e 37,2%, respetivamente). Portanto, é expectável que o aumento do teletrabalho tenha um impacto maior nas decisões dos jovens universitários que vivem nas cidades.

### A curto prazo: teletrabalho e mobilidade urbana

Se o teletrabalho se tornar mais comum, a frequência com que os trabalhadores se deslocarão diminuirá. A curto prazo, se assumirmos que os trabalhadores não mudam de local de residência, de quantas viagens diárias a menos estaríamos a falar?

Recentemente, como resultado da COVID-19, o INE espanhol publicou dados de mobilidade muito inovadores com base na geolocalização de telemóveis<sup>4</sup>. Embora os dados não se restrinjam aos trabalhadores, representam uma boa aproximação para trabalhadores que entram nas grandes cidades espanholas. De acordo com estes registos, as 10 cidades mais populosas de Espanha recebem, em média, mais de 40.000 pessoas por dia. Como não poderia deixar de ser, Madrid lidera o *ranking* de entradas, com mais de 100.000, seguida de Barcelona com mais de 70.000. Bilbao também se destaca nas primeiras posições, recebendo diariamente cerca de 34.000 pessoas, o que representa quase 10% dos habitantes da cidade (ver o terceiro gráfico).

Quantas destas viagens poderão ser afetadas pelo aumento do teletrabalho? Apesar de ser difícil responder a esta pergunta, os dados disponíveis podem transmitir-nos uma ideia da sua dimensão. Se assumirmos que cerca de 35% das viagens para as grandes cidades acontecem por motivos de trabalho<sup>5</sup> e que o potencial de teletrabalho dos trabalhadores que se deslocam é de cerca de 40% (valor que corresponde ao potencial de teletrabalho em áreas urbanas, e dos quais cerca de 5% já teletrabalha), então a mobilidade diária para as grandes cidades poderá diminuir 12,5%. No entanto, dado que trabalhar em casa se combina geralmente com horas de trabalho presencial, a redução do número de viagens seria possivelmente menor. Por exemplo, se um funcionário trabalhar em casa 60% do tempo, a mobilidade urbana reduzirá cerca de 7%. Este é um número com implicações rele-

4. Os dados podem ser consultados de forma interativa em: [https://www.ine.es/covid/covid\\_movilidad.htm](https://www.ine.es/covid/covid_movilidad.htm). Neste artigo, utilizamos os dados da semana de referência (de 18 a 21 de novembro de 2019).

5. Estimativa baseada no estudo de mobilidade da ATM (EMEF.18).

vantes para o descongestionamento das vias de acesso às cidades e para a redução da poluição<sup>6</sup>.

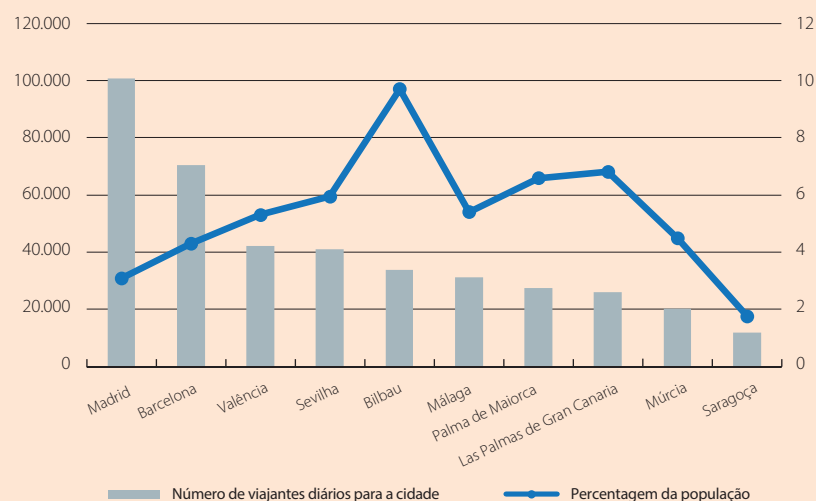
### A longo prazo: teletrabalho e mercado imobiliário residencial

Para além das implicações de curto prazo em termos de mobilidade urbana, se estas mudanças nos hábitos de trabalho se consolidarem, poderão repercutir-se num repensar do local de residência de um número significativo de pessoas, muitas das quais vivem atualmente nas grandes cidades. Assim, por exemplo, os compradores do futuro podem estar dispostos a pagar menos pelas casas mais caras das cidades, pois um número significativo de requerentes habituais (pessoas com alto nível de escolaridade que trabalham em escritórios) poderia optar por uma habitação mais afastada do centro urbano. Além disso, o comprador desta residência na periferia dos grandes centros precisará certamente de mais metros quadrados para acomodar um ou dois escritórios nos quais possa levar a cabo parte da sua jornada de trabalho e procurará jardins e zonas comuns, pois parte do seu tempo livre será usufruído na sua própria casa pois encontrar-se-á em áreas com uma menor oferta cultural e de lazer.

O aumento da popularidade da pesquisa de «comprar casa» no Google após o início da pandemia foi indicativo de uma possível mudança de tendência neste sentido. Assim, se o teletrabalho acabar por se consolidar, a oferta de habitação residencial terá de se adaptar a estas novas preferências em termos de localização e tipo de habitação. Os planos de urbanismo deverão também ser revistos de forma a acomodar esta procura crescente, tanto residencial como de serviços públicos (escolas, hospitais, etc.) e infraestruturas de transporte<sup>7</sup>. Estas são transformações que, afinal, poderão ajudar a alcançar um melhor equilíbrio territorial<sup>8</sup>.

Isto não quer dizer que ninguém queira morar na cidade! Muitos trabalhos, como os relacionados com o turismo ou os serviços pessoais, dificilmente podem ser realizados remotamente. Por outro lado, as preferências das famílias são muito variadas e há quem opte por morar na cidade, não pelo trabalho mas pela sua vasta oferta comercial, cultural e de lazer. Da mesma forma, as cidades foram e continuarão a ser eixos de desenvolvimento graças às significativas sinergias que nelas ocorrem no que diz respeito à criação, difusão e acumulação de conhecimento. Portanto, é difícil que o aumento do teletrabalho reverta a tendência secular de maior urbanização e densidade populacional nas cidades, mas poderá ajudar a moderá-la.

### Mobilidade para as 10 cidades espanholas com maior população (Número de viajantes diários) (% sobre a população da cidade)



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

6. Além disso, a mobilidade dentro das grandes cidades também seria afetada como resultado do menor número de viagens que poderiam ser feitas por cidadãos que vivem e trabalham na mesma cidade e que também optam por mais teletrabalho. Isto representaria uma mudança relevante no meio ambiente, uma vez que, nas principais cidades europeias, 40% das emissões de CO<sub>2</sub> provenientes dos transportes rodoviários são consequência desta mobilidade urbana interna.

7. Neste sentido, as viagens para as grandes cidades aumentariam nos dias em que existe a necessidade de se deslocar ao local de trabalho, dando origem a um efeito incerto do teletrabalho na mobilidade urbana a longo prazo.

8. A maior prevalência do teletrabalho também pode implicar grandes mudanças no setor de propriedades comerciais. Todas estas mudanças na procura e oferta causariam um ajustamento nos preços relacionados com escritórios, estabelecimentos comerciais, etc. entre as diferentes localidades.



## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

Publicação semanal contendo uma análise sucinta aos indicadores económicos e factos relevantes nas principais economias, com destaque para a economia portuguesa, espanhola e europeias. Comentário aos fatores de relevo nos mercados financeiros internacionais, reuniões de bancos centrais nos principais blocos, preços de *commodities* e mercados de ações.

### NOTAS BREVES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário), espanhola e europeia; breve comentário aos principais eventos de política monetária (FED e BCE).

### FLASH NOTES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário) (apenas disponível em inglês).

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

Caracterização económica, financeira e política, sintética e clara, dos principais países parceiros comerciais e de investimento das empresas portuguesas. Análise sucinta dos principais aspetos económico e financeiros, e previsões económicas para o triénio.



O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (UEEF), que contém informações e opiniões procedentes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento tem um objetivo meramente informativo, pelo que o CaixaBank e o BPI não se responsabilizam, em nenhum caso, pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são do CaixaBank e do BPI e podem sofrer alterações sem notificação prévia.

É permitida a reprodução parcial do *Informação Mensal* sempre que a fonte for citada de forma adequada e uma cópia seja enviada ao editor.

© Banco BPI, S.A., 2020

© CaixaBank, S.A., 2020

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

