

Notas da Semana - Economia e Mercados Financeiros

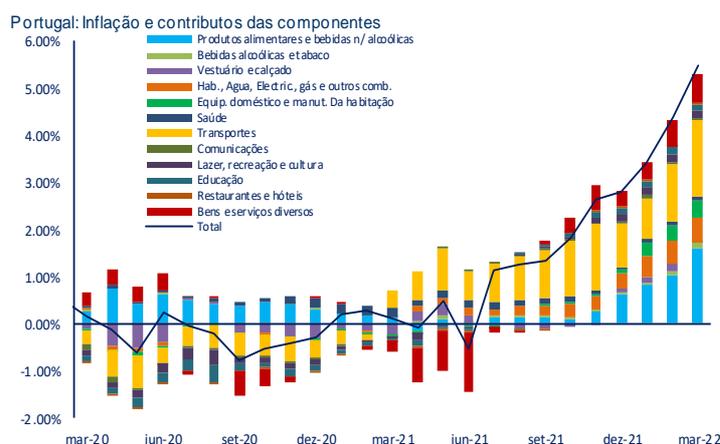


1. Economia e Mercados Financeiros

1.1 Economia

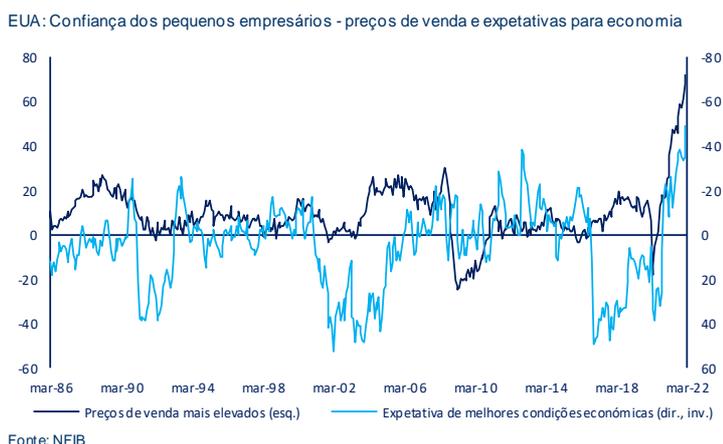
Portugal. De acordo com o INE, a **taxa de inflação** mensal foi de 2.5% em março de 2022, o que corresponde a uma taxa homóloga dos preços ao consumidor de 5.3%, valor superior em 1.1 p.p. ao verificado no mês anterior e máximo desde junho de 1994. A inflação subjacente, em termos homólogos, atingiu 3.8% (3.2% em fevereiro). A componente *energética* apresentou uma variação homóloga de 19.8% (15.0% no mês precedente). Por classes de despesa, destaque para a aceleração das componentes dos *Bens alimentares e bebidas não alcoólicas* e dos *Transportes* com variações homólogas de 7.2% e 11.0%, após 4.7% e 8.5% no mês anterior, respetivamente. Estas duas componentes tiveram contributos quase idênticos para o crescimento dos preços, tendo o seu impacto agregado de 3.3 p.p. representado 62.3% da variação total do índice.

O **volume de negócios nos serviços** registou um crescimento homólogo nominal de 29.9% em fevereiro, representando uma aceleração de 8.6 p.p., salientando-se a forte retoma do *Alojamento, restauração e similares*, com uma variação de 169.8%, explicado pelo forte efeito de base, em função das quedas do ano anterior.



Área Euro. O **indicador de sentimento económico dos gestores financeiros (ZEW)** caiu de -38.7 para -43.0 pontos em abril, o que representa a leitura mais baixa desde março de 2020, justificado pela deterioração das perspetivas económicas e os efeitos adversos da guerra na Ucrânia. Desta forma, este indicador sinalizou os riscos acrescidos de contração da atividade económica na Europa. O indicador análogo da Alemanha desceu 1.7 pontos, fixando-se em -41.0, uma queda menos abrupta do que a observada na Área Euro.

EUA. O índice de confiança dos pequenos empresários (**NFIB Small Business Optimism Index**) diminuiu pelo terceiro mês consecutivo, passando de 95.7 para 93.2 em março, a leitura mais baixa desde abril de 2020. A subida da inflação, a contínua escassez de mão-de-obra e as perturbações da cadeia de fornecimento, justificam a continuação do pessimismo dos pequenos empresários quanto às perspetivas de negócios. O saldo de respondentes que esperam melhores condições de atividade nos próximos seis meses diminuiu para -49 pontos, o nível mais baixo de sempre. O indicador de preços de venda continuou a atingir valores máximos históricos (72 pontos).



Bancos Centrais. Na reunião de abril, o Conselho de Governadores (CG) **Banco Central Europeu** (BCE) alertou para o forte impacto do conflito na Ucrânia na confiança das empresas e famílias por via da maior incerteza, agravamento das disrupções no comércio internacional e aumentos dos preços das matérias-primas, tanto energéticas, como não energéticas, o que limita a produção e reduz a procura. Não foram anunciadas novas decisões de política monetária, dado que o CG manteve a cadência para o fim do programa de compra de ativos (APP) com €40 mil milhões em abril, €30 mil milhões em maio e €20 mil milhões em junho, reiterando que os recentes dados económicos “*reforçam*” a expetativa de que as compras deverão terminar no terceiro trimestre. Em relação às taxas de juro diretoras, o BCE manteve inalteradas as taxas aplicáveis à *facilidade permanente de cedência de liquidez*, às *operações principais de refinanciamento* e à *facilidade permanente de depósito*, fixadas em 0.25%, 0.00% e -0.50%, respetivamente, renovando a mensagem de que qualquer alteração destas taxas ocorrerá apenas “algum tempo após” o termo das aquisições líquidas do APP. O CG do BCE espera que as taxas de juro diretoras do BCE permaneçam nos níveis atuais ou inferiores até a inflação atingir 2%, muito antes do final do horizonte de projeção. O **Banco do Canadá** (BoC) anunciou um incremento de 50 p.b. na sua taxa de juro de referência, fixando-a em 1.00%, o que representa o nível mais alto desde o início da pandemia. O BoC anunciou ainda que irá terminar o reinvestimento dos títulos, iniciando um *quantitative tightening*. As obrigações soberanas detidas pelo BoC que acabarão por vencer não serão substituídas, o que resulta numa redução do balanço ao longo do tempo. O **Banco da Coreia do Sul** aumentou a sua taxa de juro principal em 25 p.b. para 1.50%, o nível mais alto desde agosto de 2019, numa tentativa de controlar a inflação crescente.

1.2 Mercados Financeiros (atualizado a 13 de abril)

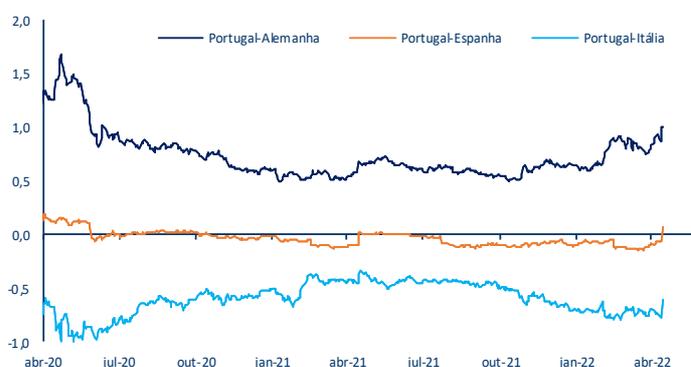
Nos mercados financeiros, a atenção dos investidores nas primeiras três sessões da semana voltou a incidir sobre a subida da inflação, tanto nos EUA como na Europa, sobretudo na Alemanha e no Reino Unido. Os níveis mais elevados de variação dos preços das últimas décadas, à escala mundial, deverão continuar a condicionar o comportamento de muitos bancos centrais, com aumentos de taxas diretoras, ao mesmo que a guerra continua a impulsionar os preços das matérias-primas, causando pressões adicionais do lado da oferta.

No **mercado monetário**, as taxas Euribor registaram aumentos ligeiros nos prazos de referência entre os 3 a 12 meses. A taxa Euribor no prazo mais longo chegou a negociar em terreno positivo (+0.05%), o que já não acontecia desde fevereiro de 2016, embora tenha diminuído para -0.014% no final da semana (+3.4 p.b. face à semana anterior). A reunião do BCE veio reforçar as expetativas quanto ao modo e *timing* da retirada de estímulos monetários na Área Euro.

As *yields* das **obrigações de dívida soberana europeia**, a 10 anos, tiveram uma evolução distinta intra-semanal, com uma diminuição nos países da periferia (Itália e Grécia: -2.4 p.b. e -6.3 p.b. para 2.37% e 2.83%), enquanto a Alemanha registou uma variação positiva de 5.9 p.b., para 0.77%. Destaque para a curva de rendimentos em Portugal que sofreu um aumento acentuado: +20 p.b. a 2 anos (0.33%) e +13 p.b. a 10 anos (1.76%). O *spread* de Portugal face à Alemanha alargou 6.9 p.b. para 99 p.b., enquanto face a Espanha (1.70%) alargou 13 p.b. e voltou a ser positivo (6.2 p.b.), o que não sucedia desde maio de 2020.

Nos EUA, destaque para a estabilização da *yield* a 10 anos em torno de 2.70%, enquanto os prazos mais curtos caíram significativamente (2 anos: -16 p.b., para 2.35%). Apesar de os últimos dados de inflação revelarem um máximo anual (e desde 1981), começa a criar-se a expectativa de que o nível de preços possa estar a atingir um pico.

Taxas de soberanos: Spreads de Portugal (%)

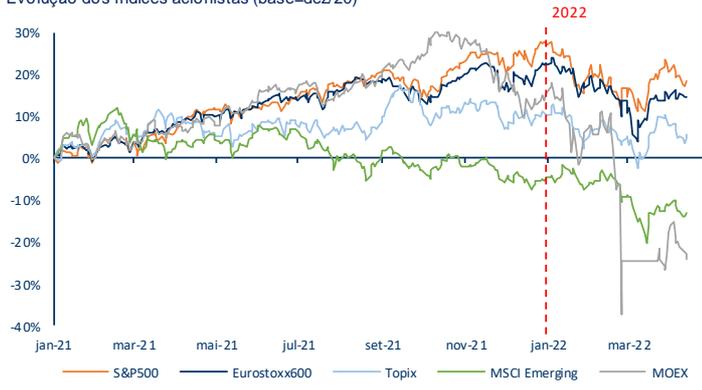


Os principais **índices acionistas** sofreram desvalorizações nas últimas três sessões, continuando a apresentar uma tendência de correção após a forte recuperação em março. O início de mais uma época de apresentação de resultados empresariais aumenta as expectativas quanto à capacidade das empresas suportarem o aumento das taxas de juro. Tanto o *S&P500* nos EUA como o *Eurostoxx600* na Europa caíram 0.9%. O *DAX* alemão e o *Footsie* britânico lideraram com -1.5% e -1.2%, respetivamente. Os setores com maiores correções foram o das *utilities* (-2.4%), dos *serviços financeiros* (-2.3%) e o *imobiliário* (-2.2%). Nos países emergentes, o *MSCI* perdeu 0.8%, liderado pelo mercado chinês (-2.0%).

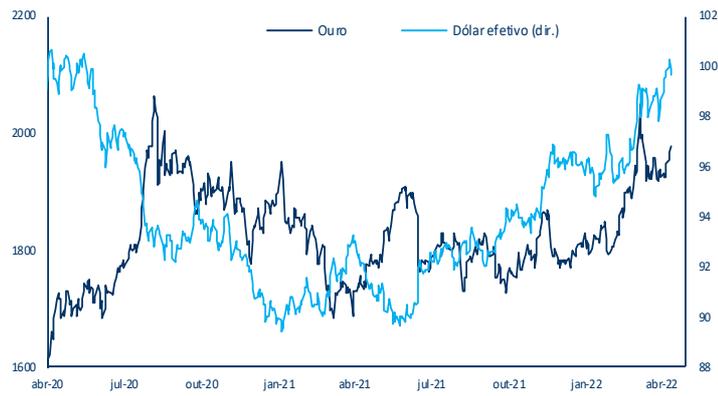
No **mercado cambial**, o *dólar* efetivo apreciou de forma marginal (0.1%) depois de ter atingido o valor máximo desde maio de 2020 (evolução também refletida no par cambial EURUSD). Face ao *iene*, o *dólar* apreciou 1.0% (+9.2% em 2022).

Nas **matérias-primas**, a cotação do petróleo retomou a tendência de subida, +6.8% para \$108.8/bbl, no caso do *brent*, mantendo a elevada volatilidade devido não só ao contexto da guerra, como à evolução dos constrangimentos na China e a redução dos inventários nos EUA. Nos metais preciosos, o ouro e a prata valorizaram 1.6% e 3.9%, no primeiro caso reaproximando-se do valor de \$1000/oz. Entre os bens agrícolas, merece destaque a continuação da valorização do trigo (+5.9%).

Evolução dos índices acionistas (base=dez/20)



Evolução da cotação do ouro (\$/onça) e dólar (\$)



2. Temas da semana

2.1 Portugal: Orçamento de Estado para 2022 – abril 2022

Em Portugal, o Governo apresentou esta semana o Orçamento de Estado para 2022, onde divulgou as principais diretrizes e objetivos para este ano, assim como o novo cenário macroeconómico, em linha com os cenários base do Banco de Portugal e do Conselho de Finanças Públicas, com o crescimento real do PIB a ser revisto em baixa, enquanto a inflação foi revista em alta. De acordo com o BCE e o BdP, a inflação tem uma natureza conjuntural, estando diretamente associada ao aumento dos preços de bens energéticos e alimentares, devendo cair para níveis perto do objetivo de 2% já em 2023.

Os objetivos do OE2022 estão estruturados em seis dimensões principais: i) retomar o processo de consolidação orçamental (défice de -1.9%), após o impacto muito negativo da pandemia, que interrompeu em 2020 a tendência de melhoria evidenciada desde 2012; a redução da dívida pública é em grande parte derivada do efeito económico com um contributo de quase 9 p.p., sendo atenuada pelo impacto da subida das taxas de juro (apesar da taxa de juro da nova dívida emitida ser ainda inferior à da média do *stock* global da dívida); ii) mitigar o choque geopolítico através da eliminação ou redução de impostos, ou apoios diretos às empresas em diferentes setores produtivos e de serviços; iii) reforçar o rendimento das famílias mais vulneráveis, através do alívio fiscal com escalonamento de IRS ou aumento direto; iv) apoiar a recuperação das empresas (capitalização, investimento e inovação); v) investir na transição climática e digital (subvenções PRR); vi) recuperar os serviços públicos, sobretudo na saúde e educação.

Entre os principais pressupostos para o novo cenário macroeconómico, o governo assume uma moderação do crescimento mundial e a revisão em alta da inflação em 2022, perante as adversidades imprevisíveis relacionadas com a guerra na Ucrânia. A conjuntura alterou-se de forma substancial face ao que era esperado em outubro de 2021 quando foi apresentada a proposta inicial de Orçamento de Estado para 2022. Entre as principais alterações destaca-se a diferença das estimativas do preço do petróleo (104.6\$/bbl vs 67.8\$/bbl), já que o Governo manteve o pressuposto de uma política monetária muito acomodatória em 2022, (Euribor 3 meses em -0.4% vs -0.5%)..

Hipóteses técnicas para o enquadramento externo

	2021	2022				
		CFP	POE22	OE22	PE	BdP
Pressupostos						
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR 3M, %)	-0.55	-0.30	-0.50	-0.40	-0.43	-0.30
Taxa de câmbio EUR-USD	1.18	1.12	1.18	1.12	1.12	1.11
Preço do petróleo (Brent, USD)	70.5	93.9	67.8	104.6	92.6	103.6

Fontes: BdP, CFP, MF.

Segundo o cenário macroeconómico subjacente ao Orçamento de Estado para 2022, o Governo antecipa a continuação da recuperação da economia portuguesa com um **crescimento do PIB** de 4.9% em 2022. Em comparação com outras projeções, esta alteração significa uma revisão em baixa

marginal face ao cenário macroeconómico do Programa de Estabilidade (PE) para o período 2022-2026, divulgado em 28 de março (após o início da guerra da Ucrânia), no qual estimava um crescimento de 5.0% em 2022, enquanto em outubro de 2021 (pré-guerra da Ucrânia), a proposta do OE2022 rejeitada na assembleia antecipava uma variação de 5.5%. Esta variação é consequência do conflito militar na Ucrânia, principalmente devido aos seus efeitos nos preços e nas quantidades transacionadas de matérias-primas (energia, cereais entre outras), bem como das sanções económicas contra a Rússia.

O Governo apresenta, deste modo, uma previsão igual à do Banco de Portugal, mas superior à do Conselho de Finanças Públicas (4.8%). Em termos de componentes do PIB, em comparação com o PE, as principais alterações foram a menor perspetiva das despesas do consumo privado de 4.3% para 3.8% e de gastos públicos de 1.4% para 1.3%, parcialmente compensados por um menor ritmo de importações (11.1% vs. 11.5%). As restantes componentes (exportações e investimento fixo) mantiveram-se inalteradas.

Relativamente à **inflação**, agora com dados mais recentes, o Governo estima que o índice harmonizado de preços ao consumidor atinja um crescimento homólogo de 4.0%, o que representa uma revisão em alta de 0.7 p.p. face aos 3.3% previstos no PE e de 3.1 p.p. em relação à proposta de Orçamento de 2022 divulgado em outubro, que tinha inscrito 0.9%. Também neste caso, o Governo iguala a projeção de março do Banco de Portugal.

No que diz respeito à **taxa de desemprego**, após ter registado 6.6% em 2021, o documento do Orçamento de Estado prevê que a trajetória descendente se mantenha, pelo que estimativa da taxa de desemprego para 2022 manteve-se nos 6.0% constantes no PE, e menos 0.5 p.p. quando comparado com o valor projetado em outubro. Neste caso, o Governo é menos otimista que o Banco de Portugal (5.9%).

O Governo manteve a previsão inscrita no PE com um défice orçamental de 1.9% do PIB para 2022, ou seja, uma redução face aos 2.8% registados em 2021. Segundo o documento do OE22, esta melhoria reflete a recuperação gradual da atividade económica alicerçada no impulso das reformas e investimentos a concretizar no âmbito do PRR, sendo esperado um aumento da receita fiscal à medida que a despesa diminui, sobretudo nas rubricas de subsídios e prestações sociais.

Entre as despesas é de destacar o forte impulso na formação bruta de capital fixo com um crescimento de 38.1%, com diversos investimentos estruturantes e projetos no âmbito do PRR em áreas tais como: (i) Educação, com a continuidade da universalização da escola digital e a ampliação da rede local das escolas; (ii) Saúde, os investimentos nas infraestruturas tecnológicas e físicas; (ii) Ambiente, nomeadamente no âmbito da eficiência energética, energias renováveis e ao nível dos transportes públicos. Salienta-se também a rubrica de outras despesas de capital, a qual integra os apoios diretos do IAPMEI às empresas, com uma variação de 39.9% face ao ano anterior.

O défice orçamental, excluindo medidas com efeitos temporários, como as associadas à pandemia e à invasão da Ucrânia, e outras não recorrentes, será de 0.5% do PIB em 2022. O rácio da dívida pública deverá diminuir de 127.4% em 2021 para 120.7% do PIB em 2022.

Projeções para a economia portuguesa	2022													
	IMF		OECD		EC		BdP			CPF		MF		
	abr-21	out-21	mai-21	dez-21	nov-21	fev-22	out-21	dez-21	mar-22	set-21	mar-22	POE22	PE	OE22
	abr-21	out-21	mai-21	dez-21	nov-21	fev-22	out-21	dez-21	mar-22	set-21	mar-22	out-21	mar-22	abr-22
PIB (Taxa de crescimento real, %)	4.8	5.1	4.9	5.8	5.3	5.5	5.6	5.8	4.9	5.1	4.8	5.5	5.0	4.9
Consumo Privado	-	-	4.0	4.6	4.2	-	4.9	4.8	3.6	4.1	3.6	4.7	4.3	3.8
Consumo Público	-	-	1.3	2.9	2.0	-	0.4	1.4	1.5	1.7	2.5	1.8	1.4	1.3
Formação Bruta de Capital Fixo	-	-	6.9	8.1	5.2	-	8.2	7.2	9.2	7.1	6.9	8.1	7.9	7.9
Exportações de Bens e Serviços	14.3	-	9.4	10.5	9.5	-	13.1	12.7	14.2	10.7	10.4	10.3	13.1	13.1
Importações de Bens e Serviços	12.1	-	7.1	8.0	6.2	-	10.6	9.3	12.3	7.9	8.6	8.2	11.5	11.1
Contributos para o crescimento do PIB (p.p.)														
Procura Interna	-	-	4.1	5.0	4.1	-	2.5	2.6	1.6	4.2	4.3	4.9	4.6	4.3
do qual: Variação de Existências	-	-	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Procura Externa Líquida	-	-	0.8	0.8	1.2	-	-	-	-	0.9	0.5	0.6	0.4	0.6
IHPC (t.v.)	1.2	1.3	1.0	1.7	1.7	2.3	0.9	1.8	4.0	1.6	3.9	0.9	3.3	4.0
Emprego	-	1.5	-	-	0.8	-	1.3	1.6	1.4	1.3	1.1	0.8	1.3	1.3
Taxa de Desemprego (% da pop. ativa)	7.3	6.7	7.0	6.7	6.5	-	7.1	6.0	5.9	6.9	6.4	6.5	6.0	6.0
Saldo Orçamental do SPA (% PIB)	-1.9	-3.0	-3.7	-2.4	-3.4	-	-	-	-	-2.4	-1.6	-3.2	-1.9	-1.9
Dívida Pública (% PIB)	125.6	125.7	130.2	128.3	123.9	-	-	-	-	122.5	120.2	122.8	120.8	120.7
Balança Corrente (% PIB)	0.3	-2.1	-0.4	-0.6	-0.4	-	2.1	1.8	-0.4	-1.2	-2.3	-0.7	-1.7	-1.7

Fonte: FMI, OCDE, CE, BdP, CFP, MoF

Os riscos e incertezas são sobretudo de ordem geopolítica, tendo a invasão da Ucrânia amplificado os impactos nos bens energéticos, tanto no gás natural como no petróleo. A retoma da economia portuguesa com o fim da pandemia deverá ser acompanhada por uma taxa de desemprego reduzida, a par da recente melhoria de *rating* soberano (apesar da dívida pública se manter muito elevada). A nível internacional, as cadeias de distribuição continuam debilitadas, afetando a inflação na Área Euro. Segundo o Governo, uma análise de sensibilidade concluiu que uma variação de 20% do preço de petróleo teria pouco impacto no crescimento do PIB, pois a redução das importações compensaria o menor crescimento do consumo. No entanto, o impacto na capacidade de financiamento da economia face ao exterior seria significativo com a deterioração expressiva da balança energética.

2.2 Área Euro - Preços das habitações – 4.º trimestre de 2021 (Eurostat)

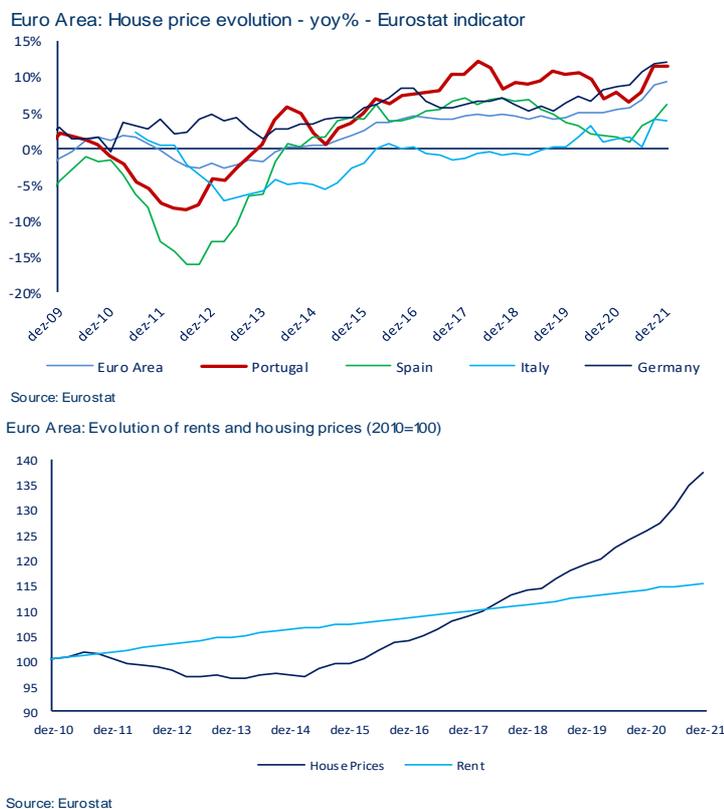
Segundo o **Índice de Preços das Habitações**, divulgado pelo Eurostat, os preços das casas na Área Euro aumentaram 9.4% no quarto trimestre de 2021, em termos homólogos, uma aceleração face aos 8.8% do trimestre anterior, o que corresponde ao ritmo mais elevado desde 2005, ano em que os dados sobre preços da habitação começaram a ser recolhidos. Em comparação com o terceiro trimestre de 2021, os preços das casas aumentaram 1.9% na Área Euro.

Ao contrário do trimestre anterior, todos os Estados-membros, tanto da Área Euro, como da União Europeia, registaram um aumento dos preços das habitações no quarto trimestre de 2021, à exceção do Chipre (-5.3%).

Os ritmos de crescimento mais elevados observaram-se na República Checa (25.8%), Estónia (20.4%), Lituânia (19.8%) e Hungria (19.5%). Entre as maiores economias, os preços das habitações na Alemanha cresceram 12.2%, seguido de França (7.0%), Espanha (6.3%) e Itália (4.0%). No caso de Portugal (11.6%), a variação anual cifrou-se acima da média da Área Euro.

As rendas e os preços das casas na UE continuaram a crescer de forma constante no quarto trimestre de 2021. Embora as rendas tenham subido de forma constante de 2010 até ao quarto trimestre de 2021, os preços da habitação têm flutuado consideravelmente.

Após um declínio acentuado entre o segundo trimestre de 2011 e o primeiro trimestre de 2013, os preços das habitações permaneceram mais ou menos estáveis entre 2013 e 2014. Posteriormente, houve um rápido aumento no início de 2015, com os preços das casas a terem um crescimento muito superior aos das rendas.

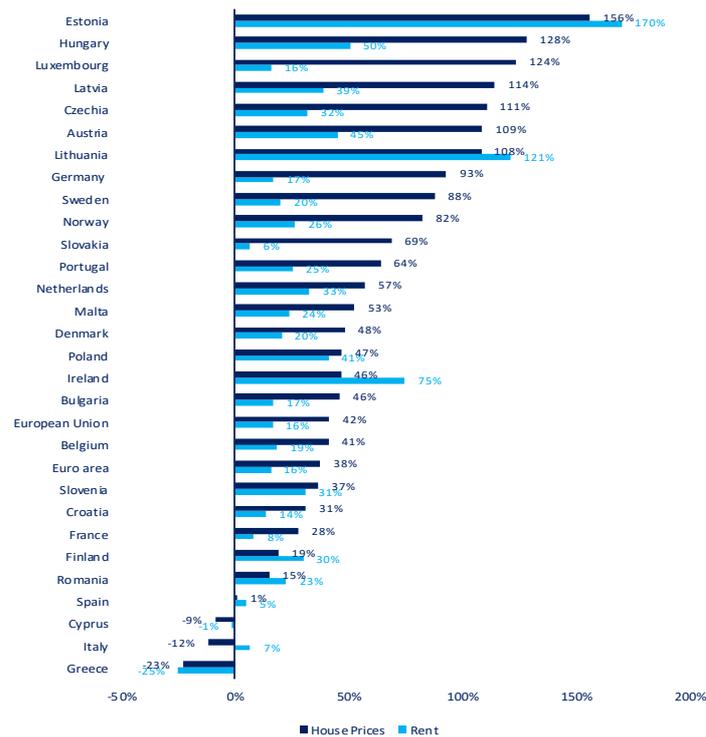


Entre 2010 e o quarto trimestre de 2021, as rendas aumentaram 16% e os preços das casas aumentaram 38% na Área Euro, enquanto na União Europeia a variação foi de 16% e 42%, respetivamente.

Nos últimos 11 anos, os preços das habitações aumentaram em 24 países da UE e diminuíram em três, com os maiores aumentos na Estónia (156%), Hungria (128%) e Luxemburgo (124%), contrastando com as variações negativas verificadas na Grécia (-23%), Itália (-12%) e Chipre (-9%).

No que concerne às rendas, o padrão foi diferente. Comparando o quarto trimestre de 2021 com 2010, as rendas aumentaram em 25 estados membros da UE e diminuíram em dois, com os maiores incrementos a serem registados na Estónia (170%) e na Lituânia (121%), o que compara com as descidas na Grécia (-25%) e Chipre (-1%).

Euro Area: Change in rents and housing prices (change 2021Q4 vs 2010)



Source: Eurostat

2.3 Área Euro – Revisões de projeções económicas (PIB e Inflação)

O *survey* mensal realizado pela *Bloomberg* sobre projeções económicas e de taxas de juro diretas para a Área Euro (AE) resultou numa nova revisão em baixa da projeção do crescimento económico e numa revisão em alta da inflação para 2022. Este inquérito é realizado junto de um conjunto representativo de analistas e publicado em meados de cada mês.

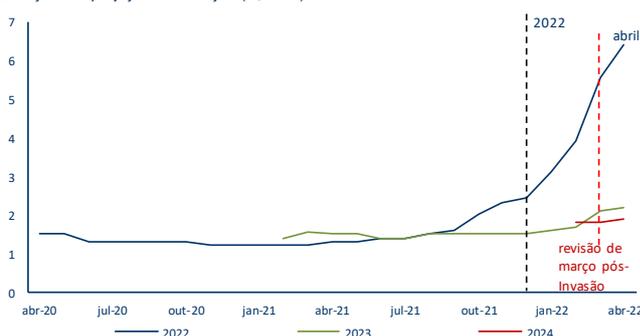
Em abril, o valor mediano da projeção para o crescimento económico da AE para 2021 voltou a diminuir, de 0.2 p.p., para 2.9%, após a revisão de -0.9 p.p. em março. Desde o início do ano a estimativa para o crescimento do PIB já sofreu um decréscimo de 1.3 p.p.. A projeção para 2023 tem permanecido quase inalterada.

No que concerne à estimativa para o crescimento dos preços no consumidor para este ano, o valor mediano voltou a ser revisto em alta, de 5.6% para 6.4%. Importa ainda salientar que nos últimos dois meses a projeção para 2023 subiu acima dos 2 p.p., tendo passado de 1.7% em fevereiro para 2.2% em abril.

Evolução das projeções de crescimento do PIB (% anual)



Evolução das projeções de inflação (% anual)



As projeções económicas (valores medianos) apontam para que o abrandamento da atividade económica se prolongue para lá do final de 2022, à semelhança das componentes da procura, com destaque para o consumo e o investimento.

As perspetivas para o mercado de trabalho permanecem, pelo menos para já, otimistas, antevendo-se que a taxa de desemprego continue no nível mínimo de sempre durante todo o horizonte de projeção. Em termos de inflação, o crescimento médio anual dos preços só deverá regressar abaixo de 2 p.p. em 2024.

Entre dezembro de 2021 e abril de 2022 assistiu-se a uma substancial alteração das perspetivas de evolução das taxas diretoras do BCE, apontando agora valor mediano para que a taxa das operações principais de refinanciamento tenha o primeiro aumento no 1^oT/2023, enquanto o primeiro da taxa de juro de depósito seja apenas no 4^oT/2024.

Área Euro: Projeções Económicas

mediana dos analistas - abril de 2022

	2021	2022	2023	2024
Crescimento do PIB, % anual	5.3	2.9	2.4	1.9
consumo privado	3.5	3.7	2.2	1.9
gastos públicos	3.8	1.9	1.0	0.8
investimento fixo	3.6	4.1	3.5	2.4
exportações	9.6	6.3	3.6	2.9
importações	7.1	7.3	4.0	2.8
Taxa de desemprego, %	7.7	6.9	6.9	7.0
IHPC, %, anual	2.6	6.4	2.2	1.9
balança de transações correntes, % PIB	2.4	2.2	2.3	2.2
saldo do orçamento público, % PIB	-6.9	-4.2	-2.9	-2.5

valores medianos do survey mensal realizado pela Bloomberg junto de um universo de analistas

Área Euro: Projeções para a evolução das taxas de referência do BCE

projeções para as taxas do BCE

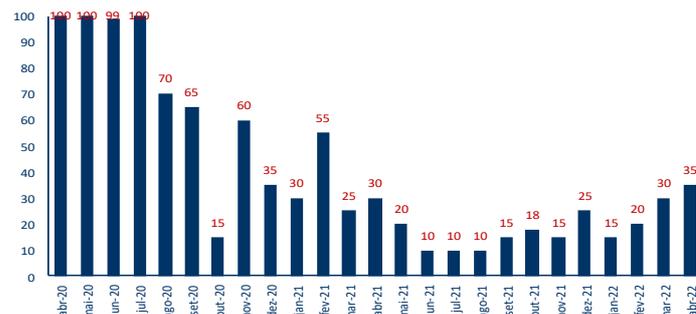
	mar-22	jun-22	set-22	dez-22	mar-23	jun-23	set-23	dez-23	mar-24	jun-24	set-24
BCE: Taxa diretora - MRO	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
em dezembro de 2021	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
BCE - taxa de depósito	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.00	0.25	0.25	0.50	0.75	0.75
em dezembro de 2021	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		

Por fim, o *survey* mensal inclui sempre uma questão relacionada com a probabilidade que uma recessão económica possa acontecer nos próximos 12 meses.

Em abril, o valor mediano calculado a partir das respostas dos analistas inquiridos subiu pelo terceiro mês consecutivo, de 30% para 35%, o registo mais elevado desde fevereiro de 2021, altura em que o surto da variante *Delta* do *Covid-19* ainda se fazia sentir de forma muito substancial na Europa e no resto do mundo.

No caso dos EUA, a probabilidade de recessão nos próximos 12 meses registou um incremento entre dezembro último e abril, de 15% para 28%.

Área Euro: Probabilidade de recessão (próximos 12 meses)



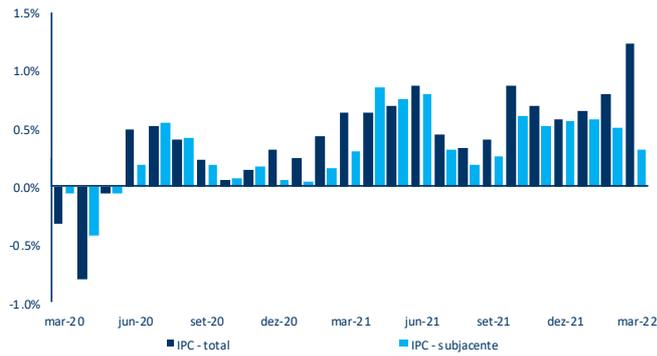
probabilidade de acordo com o valor mediano do *survey* mensal realizado pela Bloomberg junto de um universo de analistas

2.4 EUA - Índice de preços no consumidor (março/2022)

O **índice de preços no consumidor (IPC)** norte-americano referente a março aumentou 1.2% em termos mensais, o incremento mais elevado desde setembro de 2005. O principal destaque é a subida dos preços energéticos, com a respetiva rubrica a crescer 11.0%, o segundo maior aumento mensal desde pelo menos 1957, apenas ultrapassado pelos 13.5% registados em setembro de 2005. O contributo da energia representou, desta forma, 97.5% do aumento do IPC. No que concerne aos preços da *Alimentação e bebidas*, a variação mensal foi idêntica à do mês anterior (1.0%).

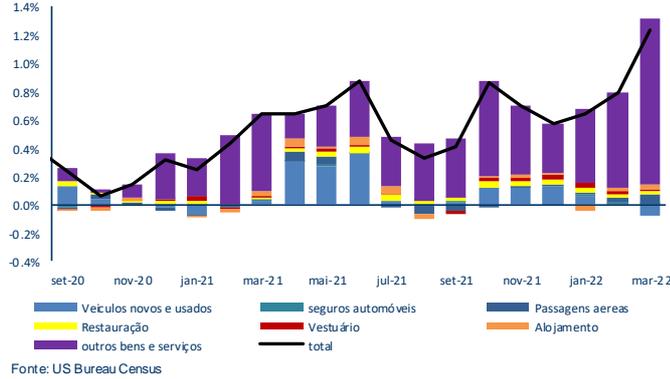
Excluindo o contributo destas duas rubricas, a inflação subjacente cresceu 0.3%, resultado inferior ao previsto e o mais reduzido em seis meses. É no entanto de salientar que o desempenho mensal da inflação subjacente prendeu-se apenas com o enfraquecimento de duas componentes: (i) o preço dos automóveis usados (-3.8%, a maior queda maio de 1969), e que tem um peso relevante no cabaz do IPC, e (ii) os custos de educação (-0.2%). Estes resultados contribuiram para que a componente dos bens subjacentes tivesse a primeira queda mensal em quase um ano. Todas as outras componentes principais que constituem a inflação subjacente registaram aumentos consideráveis: alojamento (3.3%), vestuário (0.6%) e assistência médica (0.5%).

EUA: Variação mensal do IPC (vc%)



Fonte: BLS

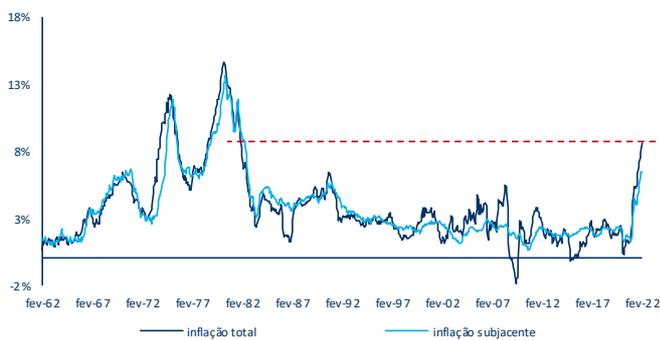
EUA: Inflação mensal no consumidor (vc%)



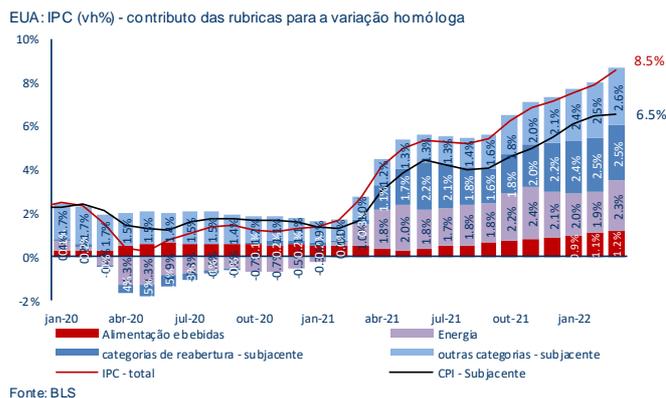
Fonte: US Bureau Census

Em termos homólogos, a variação do IPC (total), próxima do esperado, passou de 7.9% para 8.5% em março, a leitura mais elevada desde dezembro de 1981. Destaque igualmente neste caso para o acréscimo do contributo da *Energia*, cuja variação face a igual mês do ano passado aumentou de 25.7% para 32.2%. O contributo desta linha para a variação homóloga da inflação aumentou de 1.9 para 2.3 p.p.. A componente de *Alimentação e bebidas* voltou a ter um maior contributo (1.2 p.p.). A variação homóloga da componente subjacente subiu 0.1 p.p. para 6.5%, um novo máximo desde agosto de 1982.

EUA: Inflação no consumidor (vh%)



Fonte: BLS



Os riscos para a inflação continuam principalmente enviesados em alta, em grande parte resultado do conflito Ucrânia-Rússia, ou seja, por via do aumento dos preços de bens alimentares e energéticos, e da persistência ou intensificação dos constrangimentos às cadeias de produção e distribuição.

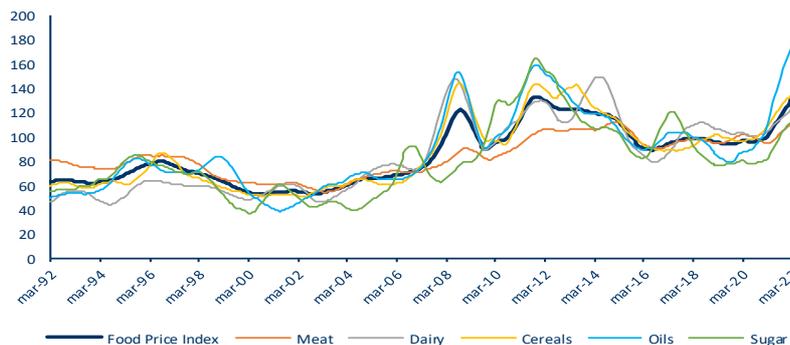
2.5 Organização para a Alimentação e Agricultura - Preços dos bens alimentares (março 2022)

O índice de preços dos alimentos da Organização para a Alimentação e a Agricultura das Nações Unidas (FAO – *Food and Agriculture Organization*) atingiu 159.3 pontos em março, mais 12.6 % do que em fevereiro, a maior variação em cadeia de sempre. Esta leitura voltou a ser a mais elevada desde a criação do índice (1990).

O índice da FAO é uma média de cinco índices de preços de bens alimentares (carne, laticínios, cereais, óleos vegetais e açúcar) ponderados pelas quotas de exportação mundial de cada um dos grupos no período de 2014-2016. Em termos homólogos, a variação de +33.6% é justificada pelos valores máximos nas categorias de óleos vegetais, cereais e carne.

Este aumento sem precedentes reflete já a invasão da Ucrânia pela Rússia, dois dos países mais importantes no fornecimento de **trigo, milho, óleo de girassol e fertilizantes** ao resto do mundo. As cotações das matérias-primas subiram de forma significativa devido ao efeito do choque dos mercados de grãos básicos (cereais de grão utilizados na alimentação e ração animal) e de óleos vegetais, cuja venda foi racionada em alguns países europeus.

Food Price Index: Índice principal e categorias (mm 12m)

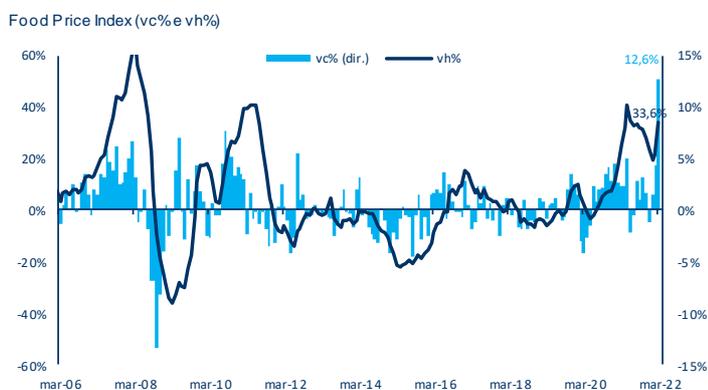


As maiores variações em cadeia verificaram-se nos óleos vegetais e nos cereais, com 23.2% e 17.1%, respetivamente. Este aumento destas duas categorias supera a maior subida registada anteriormente, no verão de 2010, com a recuperação da atividade global pós-crise financeira.

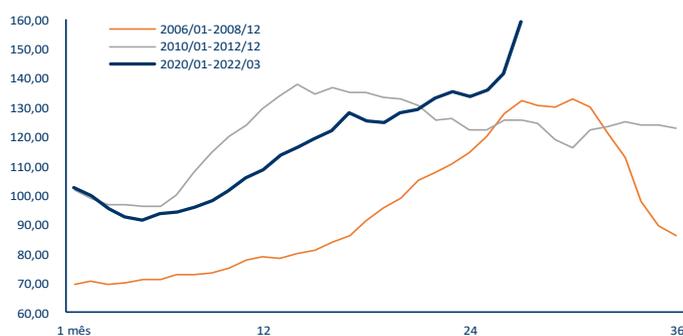
Nos cereais, em março registou-se um incremento de 20.4% nos preços dos cereais de grão, incluindo os aumentos acentuados quer da cotação do trigo e milho (19.7% e 19.1%), quer dos preços da cevada e do sorgo (27.1% e 17.3%).

Nos óleos vegetais, a subida acentuada do índice foi impulsionada pelos preços mais elevados do girassol, palma, soja e óleo de colza. A redução da oferta de óleo de girassol, atendendo à importância da Ucrânia no fornecimento de óleo de girassol ao resto do mundo, conduziu à procura de bens substitutos, estendendo a subida de preços a outras sementes e oleaginosas.

A inflação dos produtos alimentares tem contribuído de forma muito significativa para a subida dos preços na Área Euro (7.5% em março), logo a seguir à componente energética (crescimento de 44.7%).



Food Price Index: Comparativo evolução (P pré-crise financeira, pós-crise financeira e atual)

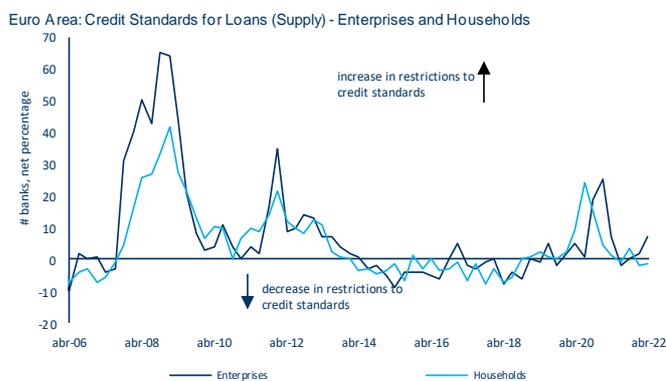


2.6 BCE e BdP - Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito - 1.º trimestre de 2022

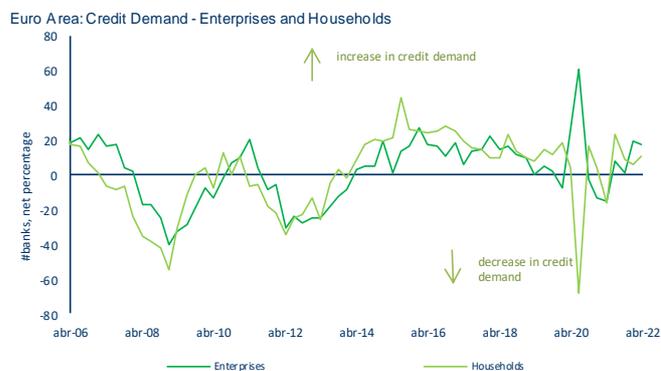
De acordo com o *Bank Lending Survey* divulgado pelo BCE, no primeiro trimestre de 2022 os bancos da **Área Euro** tornaram os **critérios de concessão de crédito** mais restritivos para as **empresas**.

Os bancos apontaram uma perceção de risco agravado e menor tolerância ao risco, tendo em conta as perspetivas económicas gerais e específicas das empresas. Os bancos denotam preocupação com o impacto das perturbações da cadeia de abastecimento, preços da energia elevados e de outros fatores de produção, bem como o aumento do risco de crédito das empresas com maiores exposições à Rússia e Ucrânia. Face à expectativa de continuação do conflito, os bancos europeus esperam que os critérios de crédito para empréstimos a empresas se tornem bastante mais restritivos no segundo trimestre de 2022. Quanto às **famílias**, observou-se uma maior restritividade dos critérios para a concessão de crédito no segmento da habitação, enquanto a do segmento do consumo aliviou. Para os empréstimos à habitação, os bancos reportaram um aumento da perceção dos riscos pela primeira vez desde o quarto trimestre de 2020, decorrente das perspetivas do mercado imobiliário, atividade económica e da fiabilidade creditícia dos mutuários. Esta evolução está associada à deterioração das expetativas com a guerra na Ucrânia. Nos próximos três meses, espera-se um novo aperto das condições de crédito para ambos os segmentos.

Apesar dos critérios mais restritos, a **procura** de empréstimos ou linhas de crédito por parte das **empresas** aumentou em relação ao trimestre anterior, refletindo a recuperação económica no início do ano e a antecipação de uma política monetária menos acomodaticia, com um aumento das *necessidades de financiamento das empresas para inventários e fundo de maneo* em função dos constrangimentos nas cadeias de produção e preços das matérias-primas elevados. O financiamento para *investimento fixo* moderou após um ritmo muito acentuado no trimestre anterior. Nos próximos três meses, os bancos esperam um aumento da procura de crédito por parte das empresas. Por parte das **famílias**, a procura de empréstimos continuou a aumentar no primeiro trimestre em ambos os segmentos, evidenciando um nível mais rápido do que no quarto trimestre de 2021. No caso dos empréstimos à habitação, o *baixo nível geral das taxas de juro e as perspetivas do mercado imobiliário* contribuíram positivamente para a procura de empréstimos neste segmento. O contributo positivo das taxas de juro poderá estar relacionado com as expetativas de aumento no curto-prazo. No crédito ao consumo, os gastos em bens duradouros gerou o maior impacto positivo. Nos próximos três meses, os bancos esperam que a procura por crédito não sofra alterações.

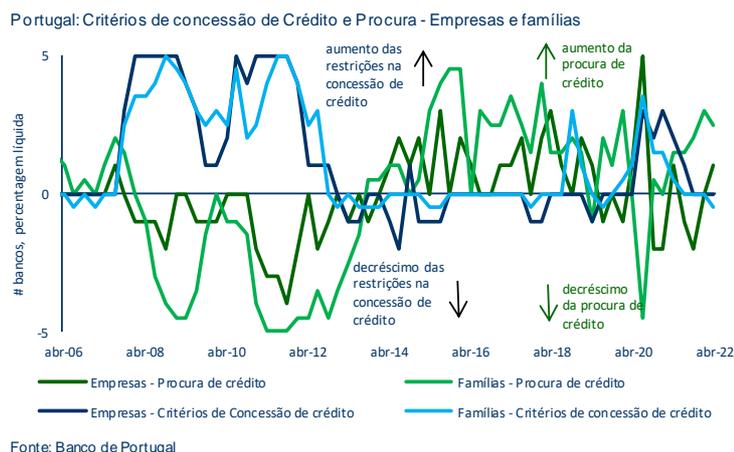


Source: ECB



Source: ECB

Em **Portugal**, o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito relativo ao primeiro trimestre revelou que ao nível da oferta de crédito às **empresas**, os cinco bancos inquiridos mantiveram os **critérios** de concessão sem alterações face ao trimestre anterior. No que concerne às **famílias**, também não se verificaram alterações com os critérios de concessão de crédito à habitação, enquanto no consumo foram aliviados, em função da pressão da concorrência e tolerância ao risco. A expectativa dos bancos é que no próximo trimestre não existam alterações para as famílias, mas exista uma maior restritividade para as PME. Ao nível da **procura**, em termos líquidos registou-se um aumento tanto por parte das empresas, sobretudo PME, e nas famílias, em particular no consumo e outros fins. Para o próximo trimestre, é esperado que continue a existir um aumento da procura.



2.7 Mercado de Obrigações - Inflação e política monetária

O aumento acentuado dos preços no consumidor continua a ser a preocupação dominante da Reserva Federal (*Fed*), pelo que a sua persistência por mais tempo que o esperado condicionará o seu comportamento. Em março, confirmou-se a leitura homóloga da variação do IPC mais elevada das últimas décadas, ao atingir 8.5%.

A expectativa de que as pressões inflacionárias se mantivessem circunscritas à componente energética não se concretizaram, com a inflação subjacente a atingir 6.5%, o valor máximo desde 1982. Esta tendência poderá levar a *Fed* a agravar ainda mais as condições financeiras, já iniciada na última reunião, acelerando o ritmo/magnitude dos aumentos de taxa diretora.

No mercado de obrigações soberanas verifica-se uma tendência de descida de taxas desde o princípio dos anos 80, quando a *yield* a 10 anos registava valores perto de 16%, e os níveis de inflação eram superiores a 14%. Foi então que teve início o “super ciclo” das obrigações que se manteve durante mais de 40 anos e poderá ter terminado no Verão de 2020, quando a taxa atingiu o mínimo histórico de 0.52%. Neste período, a *Fed* reduziu a taxa diretora para quase 0%, à semelhança do que tinha feito durante a crise financeira em 2008.

Recorde-se que no final da década de 70 e princípio dos anos 80, a política monetária extremamente agressiva foi levada a cabo por Paul Volcker, que fixou a *fed funds* em 20%, para combater a inflação estruturalmente elevada.

As taxas de juro historicamente baixas tem sido um reflexo de décadas de política monetária acomodatória. No entanto, os receios de recessão voltam a dominar as preocupações dos

investidores, com a queda mais rápida do que o esperado dos preços das obrigações a refletir-se na inversão da curva de rendimentos nas últimas semanas.

As expectativas de inversão do ciclo para um período alargado de inflação elevada poderá comprometer o crescimento económico, aumentar a volatilidade e *stress* financeiro, com a subida do desemprego e perturbação social, a par de um conflito armado de contornos finais ainda imprevisíveis.

EUA: US10 Yield (% semanal, escala log)



O desempenho negativo do mercado obrigacionista norte-americano estende-se a nível global. Os esforços dos bancos centrais para conter a inflação após a retoma verificada ao fim de quase dois anos de pandemia, têm agora de considerar o agravamento derivado do aumento dos preços energéticos e alimentares na sequência da invasão russa da Ucrânia.

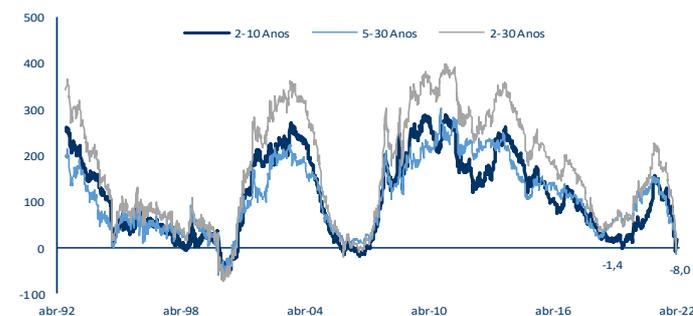
A velocidade do aumento da inflação atual (de 0.4% para 8.6%) só é comparável ao choque petrolífero de 1973/74 e 1978/80, altura em que mais do que duplicou (ao passar de 2.9% para 12.2% e 6.2% para 14.6%, respetivamente).

As perdas nos mercados obrigacionistas norte-americanos, medidas através do índice referência “*Bloomberg Aggreggate*” (EUA), bem como do índice global “*Bloomberg Global Aggreggate*”, que engloba 24 mercados distintos superam já os 8% desde o início do ano.

EUA: CPI (vh%) e Yield 10 Anos (%)



EUA. Spreads curva de rendimentos (p.b.)



3. Anexo de Informação Financeira

(atualizado quarta-feira, 13 de abril)

MERCADO MONETÁRIO

	Valor observado (%):				Variação (p.p.):			
	31-dez-21	31-mar-22	8-abr-22	13-abr-22	2021	1ºTrim/2022	Abril	Semana
EURIBOR Act/360 dias								
1 mês	-0,583	-0,532	-0,541	-0,543	↓ -0,029	↑ 0,051	↓ -0,011	↓ -0,002
3 Meses	-0,572	-0,458	-0,449	-0,448	↓ -0,027	↑ 0,114	↑ 0,010	↑ 0,001
6 Meses	-0,546	-0,367	-0,350	-0,328	↓ -0,020	↑ 0,179	↑ 0,039	↑ 0,022
12 Meses	-0,501	-0,073	-0,048	-0,014	↓ -0,002	↑ 0,428	↑ 0,059	↑ 0,034
LIBOR USD Act/360 dias								
LIB 1 mês	0,101	0,452	0,514	0,551	↓ -0,043	↑ 0,351	↑ 0,099	↑ 0,037
LIB 3 meses	0,209	0,962	1,011	1,038	↓ -0,029	↑ 0,752	↑ 0,077	↑ 0,028
LIB 6 meses	0,339	1,470	1,540	1,564	↑ 0,081	↑ 1,131	↑ 0,094	↑ 0,024
LIB 12 meses	0,583	2,101	2,272	2,308	↑ 0,241	↑ 1,518	↑ 0,206	↑ 0,036

OBRIGAÇÕES DE GOVERNO - 10 anos

	Valor observado (%):				Variação (p.p.):			
	31-dez-21	31-mar-22	8-abr-22	13-abr-22	2021	1ºTrim/2022	Abril	Semana
Portugal	0,465	1,352	1,636	1,764	↑ 0,435	↑ 0,887	↑ 0,412	↑ 0,128
Espanha	0,565	1,436	1,703	1,702	↑ 0,518	↑ 0,871	↑ 0,266	↓ -0,001
Grécia	1,338	2,673	2,897	2,834	↑ 0,710	↑ 1,335	↑ 0,161	↓ -0,063
Itália	1,172	2,039	2,397	2,373	↑ 0,629	↑ 0,867	↑ 0,334	↓ -0,024
França	0,198	0,980	1,261	1,264	↑ 0,536	↑ 0,782	↑ 0,284	↓ 0,003
Alemanha	-0,177	0,548	0,707	0,766	↑ 0,392	↑ 0,725	↑ 0,218	↑ 0,059
Reino Unido	0,971	1,610	1,750	1,799	↑ 0,774	↑ 0,639	↑ 0,189	↑ 0,049
Suíça	-0,135	0,602	0,717	0,815	↑ 0,415	↑ 0,737	↑ 0,213	↑ 0,098
EUA	1,510	2,338	2,700	2,699	↑ 0,597	↑ 0,828	↑ 0,361	↓ -0,001
Japão	0,071	0,220	0,230	0,240	↑ 0,050	↑ 0,149	↑ 0,020	↑ 0,010

ÍNDICES ACIONISTAS

	Valor observado				Variação (%):			
	31-dez-21	31-mar-22	8-abr-22	13-abr-22	2021	1ºTrim/2022	Abril	Semana
Eurostoxx 600	488	456	461	457	↑ 22,2%	↓ -6,5%	↑ 0,2%	↓ -0,9%
IBEX	8714	8445	8606	8618	↑ 7,9%	↓ -3,1%	↑ 2,0%	↑ 0,1%
CAC	7153	6660	6548	6542	↑ 28,9%	↓ -6,9%	↓ -1,8%	↓ -0,1%
DAX	15885	14415	14284	14076	↑ 15,8%	↓ -9,3%	↓ -2,3%	↓ -1,5%
FTSE	7385	7516	7670	7581	↑ 14,3%	↑ 1,8%	↑ 0,9%	↓ -1,2%
PSI20	5569	6037	6106	6082	↑ 13,7%	↑ 8,4%	↑ 0,7%	↓ -0,4%
S&P 500	4766	4530	4488	4447	↑ 26,9%	↓ -4,9%	↓ -1,9%	↓ -0,9%
Nasdaq	15645	14221	13711	13644	↑ 21,4%	↓ -9,1%	↓ -4,1%	↓ -0,5%
Topix	1992	1946	1897	1890	↑ 10,4%	↓ -2,3%	↓ -2,9%	↓ -0,4%
MSCI Emerg	1232	1142	1128	1119	↓ -4,6%	↓ -7,3%	↓ -2,0%	↓ -0,8%
Shanghai	3640	3252	3252	3187	↑ 4,8%	↓ -10,6%	↓ -2,0%	↓ -2,0%

CÂMBIOS e MATÉRIAS-PRIMAS

	Valor observado				Variação (%):			
	31-dez-21	31-mar-22	8-abr-22	13-abr-22	2021	1ºTrim/2022	Abril	Semana
EUR/USD	1,1370	1,1067	1,0877	1,0888	↓ -6,9%	↓ -2,7%	↓ -1,6%	↑ 0,1%
EUR/JPY	130,90	134,67	135,30	136,71	↑ 3,7%	↑ 2,9%	↑ 1,5%	↑ 1,0%
EUR/GBP	0,8413	0,8424	0,8348	0,8361	↓ -5,9%	↑ 0,1%	↓ -0,7%	↑ 0,2%
EUR/AOA	632,42	494,61	479,65	456,25	↓ -20,5%	↓ -21,8%	↓ -7,8%	↓ -4,9%
EUR/MZN	72,61	70,80	69,42	69,53	↓ -20,6%	↓ -2,5%	↓ -1,8%	↑ 0,2%
Petróleo (Brent \$)	77,46	106,60	101,91	108,81	↑ 51,4%	↑ 37,6%	↑ 2,1%	↑ 6,8%
Petróleo (Crude \$)	76,99	100,28	98,26	104,25	↑ 58,7%	↑ 30,3%	↑ 4,0%	↑ 6,1%
Gás Natural (€, TTF)	70,34	125,91	103,88	105,32	↑ 267,8%	↑ 79,0%	↓ -16,3%	↑ 1,4%
Ouro (\$)	1829,20	1937,44	1947,54	1977,80	↓ -3,6%	↑ 5,9%	↑ 2,1%	↑ 1,6%
Prata (\$)	23,31	24,79	24,77	25,73	↓ -11,7%	↑ 6,4%	↑ 3,8%	↑ 3,9%
Trigo (\$)	770,75	1006,00	1051,50	1113,50	↑ 20,3%	↑ 30,5%	↑ 10,7%	↑ 5,9%
Milho (\$)	593,25	748,75	768,75	783,50	↑ 22,6%	↑ 26,2%	↑ 4,6%	↑ 1,9%
Níquel (\$)	20757,00	32107,00	33855,00	32981,00	↑ 24,9%	↑ 54,7%	↑ 2,7%	↓ -2,6%

DISCLAIMER

Esta informação não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato.

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Geral de Depósitos e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Geral de Depósitos por perdas ou danos causados pelo seu uso.

A informação contida neste documento é realizada com um objetivo informativo, sendo enviada como um instrumento auxiliar, não podendo servir de base a qualquer investimento que possa ser realizado.

Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rendibilidade futura.

Não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Geral de Depósitos não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.