



sixty^o Weekly Note

A recuperação económica da Zona Euro

Breve análise a alguns indicadores económicos recentes

- 1 No segundo trimestre deste ano, a economia da Zona Euro cresceu 13,7% em termos homólogos, terminando assim um período de cinco trimestres de contração.**

A economia pôde finalmente recuperar devido à reabertura e ao desconfinamento, sendo que o principal impulso adveio dos países do Sul, com destaque para Itália, Espanha e Portugal.

- 2 Apesar do crescimento da procura, a indústria alemã continua a sofrer com os bloqueios das cadeias de produção, que dificultam o abastecimento de inputs.**

No segundo trimestre como um todo, a produção industrial alemã sofreu um decréscimo de 0,5% face ao trimestre anterior, onde já se tinha registado uma queda de 0,7%.

- 3 A dívida pública na Zona Euro aumentou para 11,4 biliões de euros no final de março deste ano, equivalente a 100,5% do seu PIB versus 97,8% no quarto trimestre de 2020.**

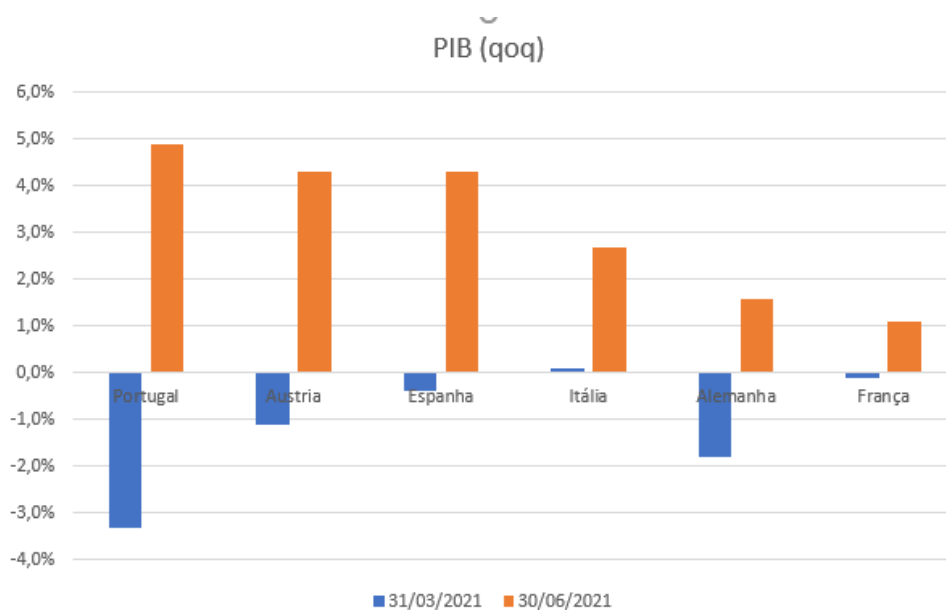
A Grécia lidera a lista dos países da Zona Euro com maior endividamento público, cerca de 209,3% do PIB, enquanto a Estónia é o menos endividado do grupo com apenas 18,5% do PIB. Grécia, Itália, Portugal e Espanha foram os países que registaram maior aumento de endividamento público desde o início da pandemia, mas são também aqueles que, em termos relativos, irão receber mais verbas do Fundo de Recuperação e Resiliência. No entanto, tais verbas são relativamente diminutas à luz do aumento do stock de dívida registado no último ano, não devendo por isso alterar de forma estrutural as dinâmicas e tendências de deterioração das mesmas.

- 4 Em agosto, o indicador avançado de inflação na Zona Euro aumentou para 3%, o valor mais elevado dos últimos 14 anos e muito acima do target de 2,0% definido pelo BCE.**

Entretanto, o BCE aprovou por unanimidade um novo objetivo de inflação. O BCE prevê agora “um objetivo de inflação simétrico de 2% a médio prazo” e admite que tal target “implica que a inflação poderá exceder moderadamente 2% durante um período transitório”.

No segundo trimestre deste ano, a **economia da Zona Euro cresceu 13,7% em termos homólogos**, terminando assim um período de cinco trimestres de contração. O PIB da Zona Euro cresceu 2,0% face ao primeiro trimestre do ano, no qual tinha registado um recuo de 0,3%. A economia pôde finalmente recuperar devido à reabertura e ao desconfinamento, sendo que o principal impulso adveio dos países do Sul, com destaque para Itália, Espanha e Portugal. Na Alemanha, o PIB cresceu 1,6% face ao trimestre anterior, com destaque para a evolução do consumo que aumentou 3,2%, após queda de 5,2% no primeiro trimestre devido à subida do IVA e ao confinamento. Já em França, a economia registou uma evolução mais modesta, com um incremento de 0,9% face ao primeiro trimestre do ano, em grande parte pelo facto da despesa em bens ter sofrido um recuo em resultado do confinamento implementado no início do segundo trimestre.

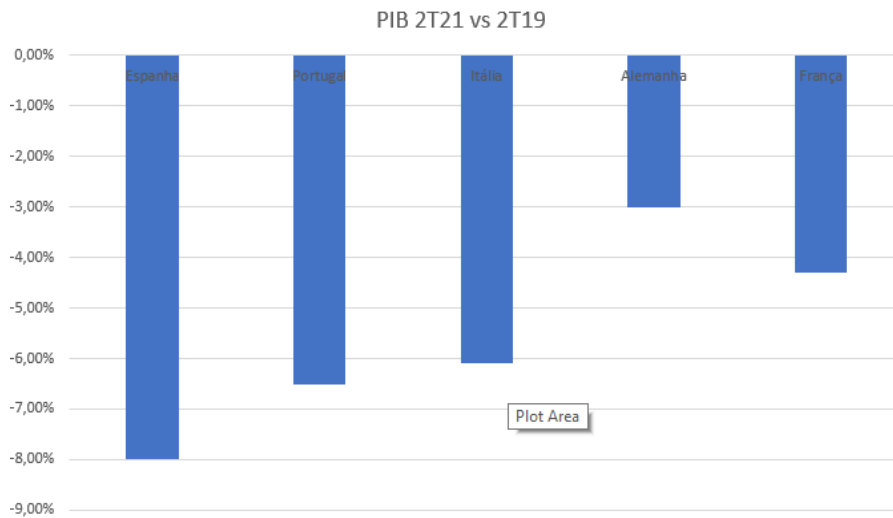
Evolução do PIB na Zona Euro (1T-2T21)



Fonte: Bloomberg

Tal como se pode observar no gráfico abaixo, apesar do avanço registado, as economias da Zona Euro ainda se encontram aquém do nível pré-crise, com destaque para o caso espanhol. **Como um todo, o PIB da Zona Euro, no final do 1S21, ainda se encontrava cerca de 3% aquém do nível pré-pandemia.**

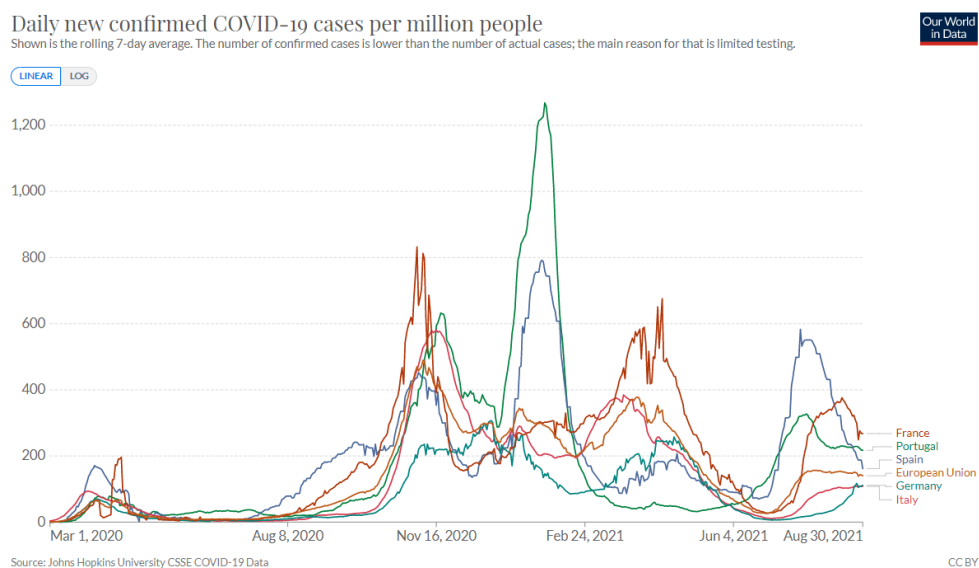
Apesar do avanço, o PIB da Zona Euro encontra-se 3% aquém do nível pré-pandemia, com destaque para o caso espanhol



Fonte: Bloomberg

Relativamente à pandemia, a propagação da variante Delta poderá estar a registar um abrandamento nas principais economias da Zona Euro. O gráfico abaixo ilustra a evolução das novas infeções, sendo de notar um abrandamento em França e uma acalmia dos novos casos durante o último mês em Espanha, primeiro país a ser atingido pela variante Delta. Na Alemanha e em Itália, as taxas de infeção têm permanecido baixas e parecem também ter estabilizado.

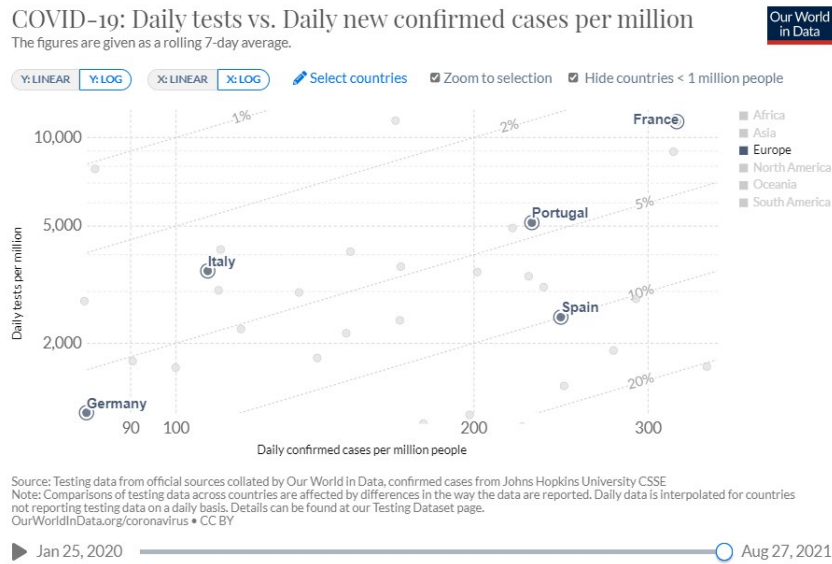
A propagação da variante Delta poderá causar um abrandamento nas principais economias da Zona Euro



Fonte: OurWorldinData

Por outro lado, poderá ainda ser prematuro retirar conclusões definitivas uma vez que também se tem verificado uma redução ao nível da testagem em Espanha e Itália, o que poderá influenciar positivamente a evolução dos novos casos. De facto, a taxa de positividade dos testes tem continuado a subir em Itália e mantém-se em níveis elevados de 14%-15% em Espanha. Já em França, a testagem duplicou desde início de julho e aí as novas infeções aumentaram indiciando que a propagação prossegue de forma rápida.

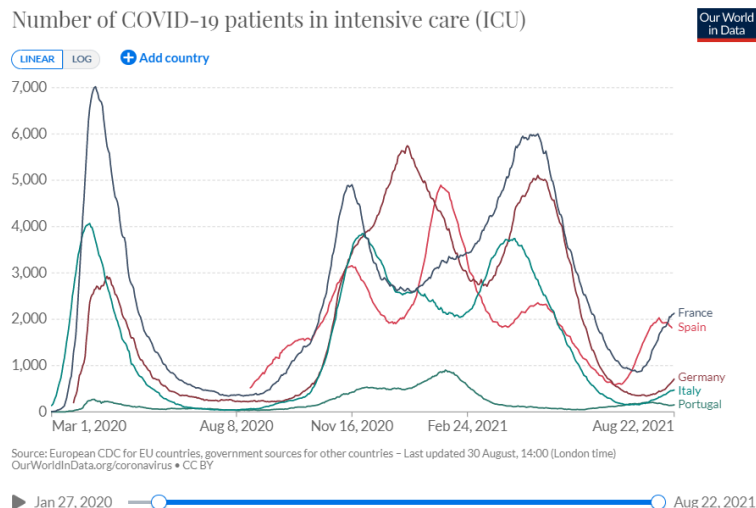
A redução de novos casos será função do menor nível de testagem?



Fonte: OurWorldinData

De qualquer forma, o reduzido número de novas hospitalizações poderá ser resultado da conjugação dos programas de vacinação com a cada vez menor idade dos indivíduos infetados. Tendo em conta que os confinamentos passados foram despoletados devido à pressão sobre os sistemas de saúde, admite-se que nesta fase esse risco seja diminuto.

Evolução da ocupação das unidades de cuidados intensivos

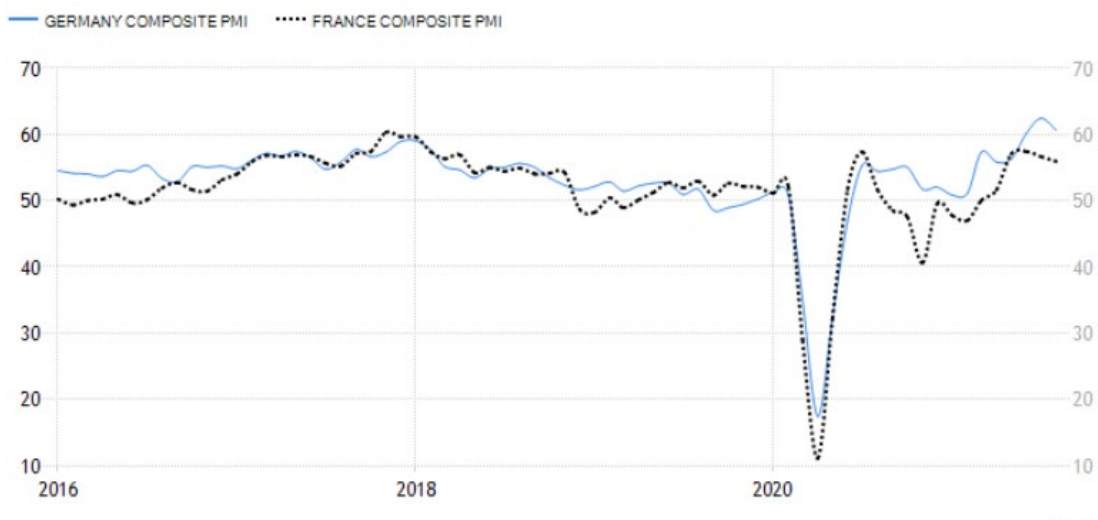


Dito isto, temos agora de esperar pelo início do outono que trará o novo ano escolar, o regresso de muitos ao escritório, bem como uma menor ventilação dos edifícios e dos transportes públicos, em função da natural descida das temperaturas. Nesse sentido, continuará a existir o risco de surgimento de uma nova vaga viral que poderá levar as autoridades a considerar novamente a imposição de algumas restrições no decorrer do quarto trimestre. A ser verdade, tal situação poderá obviamente ter impacto nas expectativas de evolução económica da Zona Euro para o resto do ano.

Para o terceiro trimestre do ano, antevê-se que o PIB da Zona Euro possa continuar a avançar, eventualmente superando o ritmo do segundo trimestre. Efetivamente, a Zona Euro ainda esteve sob confinamento em abril, pelo que o terceiro trimestre deverá ser mais livre de restrições. De qualquer forma, valerá a pena mencionar os mais recentes dados de inquéritos à atividade que parecem indicar que o crescimento poderá estar a atingir um patamar, embora não comprometendo, para já, o desempenho do terceiro trimestre como um todo.

Em agosto, o valor preliminar para o índice PMI Compósito, na Zona Euro, diminuiu para 59,5 *versus* 60,2 em julho, o máximo em 15 anos. O valor alcançado continua a indicar uma expansão sólida da atividade, embora sinalize um ligeiro abrandamento. O crescimento no setor de serviços foi ligeiramente abaixo do máximo de 15 anos registado em julho, com algumas empresas a mostrar sensibilidade ao aumento das novas infeções. Já na indústria, a taxa de expansão registou uma moderação sobretudo devido às questões relacionadas com os estrangulamentos nas cadeias de produção. De referir que, na Alemanha, o valor preliminar do PMI compósito diminuiu para 60,6 em agosto *versus* 62,4 no mês anterior. Em França, o mesmo indicador diminuiu para 55,9 em agosto *versus* 56,6 em julho.

Terão os PMI's da Zona Euro atingido um pico?



Fonte: Trading Economics

Em agosto, o índice alemão IFO de sentimento das empresas diminuiu para 99,4, registando a segunda queda mensal consecutiva desde o máximo de junho. A descida revelou-se maior que o esperado, já que o *consensus* era de 100,4, e parece mostrar que as empresas continuam a antecipar maiores riscos para o *outlook* futuro. Embora a componente de avaliação da situação atual tenha melhorado para 101,4, prosseguindo a tendência de subida desde os mínimos de janeiro. Já a componente de expectativas diminuiu para apenas 97,5, um recuo de 2,3pp face a julho. As empresas alemãs parecem continuar preocupadas com a propagação da variante Delta bem como com os bloqueios ao nível das cadeias de fornecimento.

Apesar dos indicadores acima referidos, admite-se que a Alemanha e a Zona Euro como um todo possam continuar a recuperar na segunda metade deste ano, num cenário em que se consiga evitar a introdução de novas restrições e se comece a normalizar as cadeias de produção ao longo dos próximos trimestres. Contudo, a deterioração de sentimento espelhada nos mais recentes inquéritos à atividade não deixa de constituir um alerta, sobretudo para o *outlook* do quarto trimestre do ano, numa conjuntura ainda muito sensível à evolução da situação epidemiológica. Nesta fase, as previsões económicas para a Zona Euro, para 2021, situam-se em 4,4%, por parte do FMI, e 4,8% por parte da Comissão Europeia. A questão que se coloca é certamente: qual o ritmo de crescimento económico possível após o impulso inicial da reabertura terminar?

Relativamente aos **serviços**, a recuperação parece já estar em curso, sendo de destacar o detalhe da despesa de serviços por parte dos consumidores franceses no segundo trimestre de 2021. O consumo de serviços registou um avanço em cadeia de 4,0%, com os gastos em transportes e alojamento a avançarem 11,5% e 44,8% respetivamente, face ao trimestre anterior. Ainda assim, a despesa em alojamento e restauração ainda se encontra 40% abaixo do nível pré-vírus, abrindo perspectivas de continuação da recuperação no terceiro trimestre do ano.

Em junho, as **vendas a retalho na Zona Euro** aumentaram 1,5%, após uma subida de 4,1% em maio, ficando assim cerca de 4,8% acima do nível pré-pandemia. A queda mensal de 1,5% nas vendas de alimentação foi mais do que compensada pela aceleração nas vendas não alimentares e de combustíveis, com ganhos de 3,4% e 3,8%, respetivamente. As vendas *online* registaram uma diminuição de 2,9%, indicando que os consumidores começaram a regressar às lojas físicas. Assim sendo, no segundo trimestre como um todo, as vendas a retalho na Zona Euro cresceram 3,4% *versus* 1,2% no primeiro trimestre, dando suporte à leitura de que o consumo foi o motor do crescimento económico do último trimestre. Para o atual trimestre, é expectável que esta variável continue a crescer, com a despesa em alojamento, restauração e transportes a sustentar e prolongar essa recuperação.

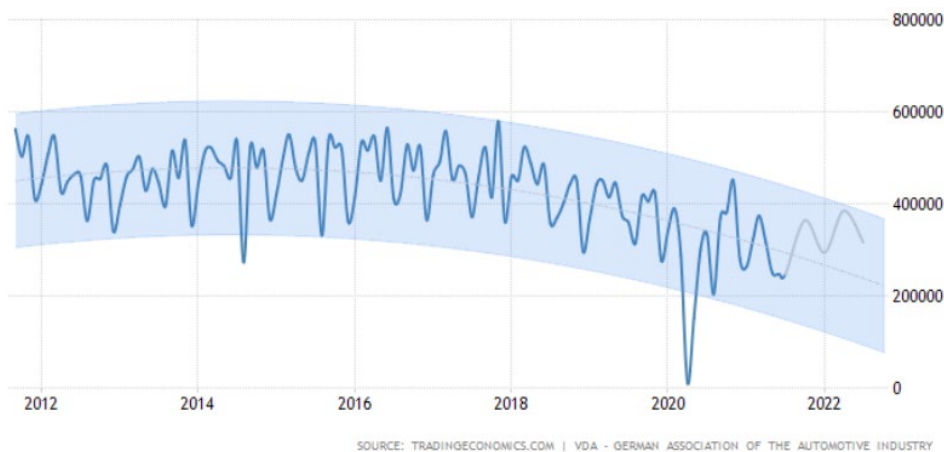
Vendas a retalho – Zona Euro e Alemanha



Fonte: Trading Economics

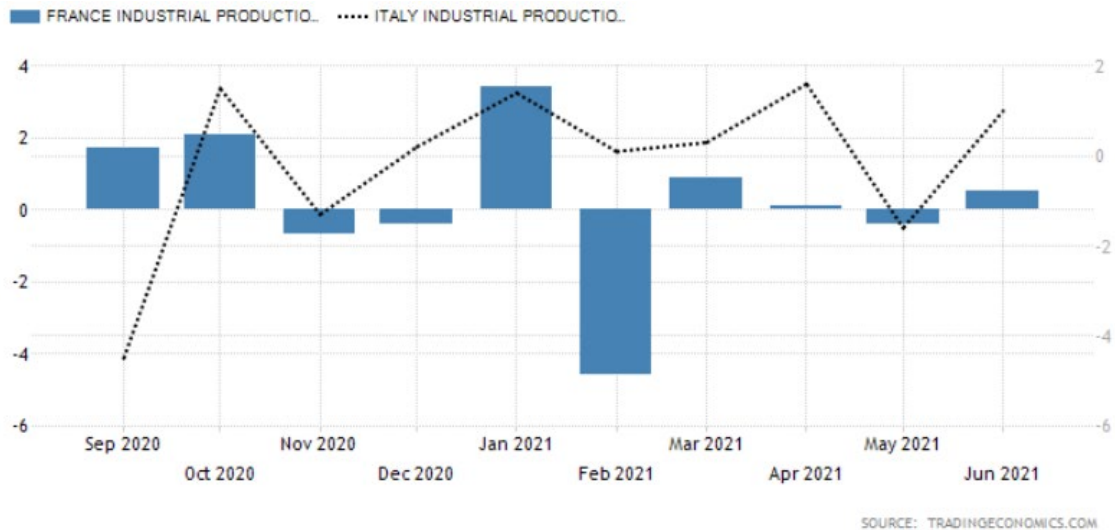
Na Alemanha, o indicador de **encomendas às fábricas** registou um aumento de 4,1% em junho, revertendo a queda de 3,2% de maio, retomando assim a tendência de subida iniciada em meados de 2020. Porém, a produção industrial voltou a diminuir 1,3% em junho, após a perda de 0,8% verificada em maio. No segundo trimestre como um todo, a produção industrial alemã sofreu um decréscimo de 0,5% face ao trimestre anterior, onde já se tinha registado uma queda de 0,7%. **Apesar do crescimento da procura, a indústria alemã continua a sofrer com os bloqueios das cadeias de produção, que dificultam o abastecimento de *inputs*.** Em junho, a produção de bens de consumo aumentou 3,4%, mas não foi de todo suficiente para compensar a queda do *output* de bens de capital e bens intermédios. O destaque negativo vai para o setor automóvel onde a produção caiu 0,7% em junho, após uma redução acumulada de 9,6% entre abril e maio. No segundo trimestre, o *output* automóvel voltou a diminuir 9,5% reforçando a queda de 8,3% do 1T21. A produção de automóveis na Alemanha encontra-se agora cerca de 26% abaixo do nível pré-pandemia. No entanto, tendo em conta o comportamento das novas encomendas, ainda vemos como provável a recuperação da produção de bens de capital, mas os atuais sinais não indicam que a mesma tenha lugar já no atual trimestre.

Alemanha – Produção do setor automóvel



À semelhança, apesar da ligeira recuperação 0,5% em junho, em base mensal, a produção industrial em França, no 2T21, diminuiu 0,9% em cadeia, após uma estagnação no primeiro trimestre do ano e ficando 5,3% abaixo do nível pré-vírus.

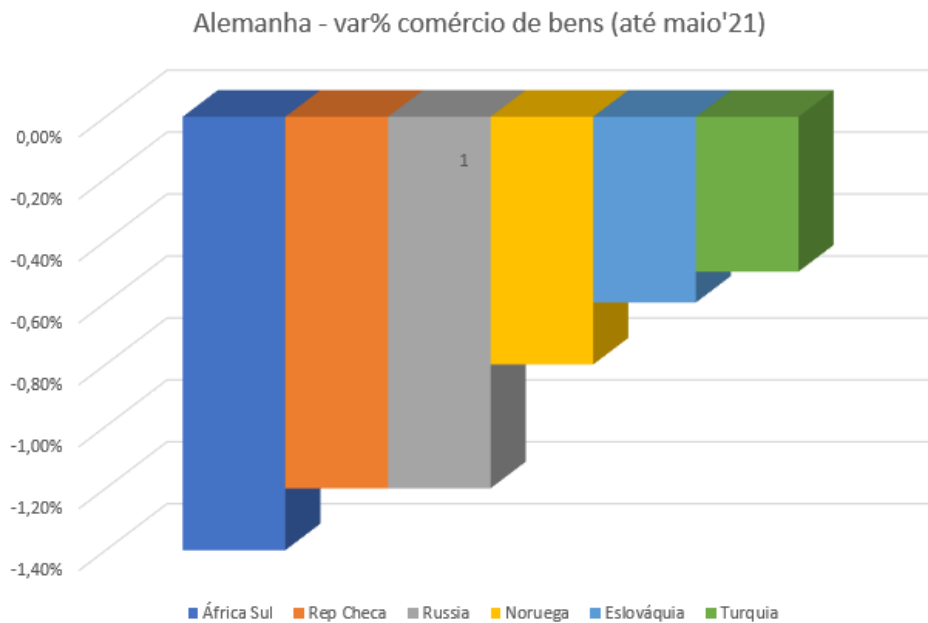
Produção Industrial francesa e italiana



Fonte: Trading Economics

Em junho, o excedente comercial sazonalmente ajustado da Alemanha subiu ligeiramente para €13,6 mil milhões *versus* €12,8 mil milhões em maio. As exportações cresceram 1,3%, enquanto as importações registaram um acréscimo mais modesto de 0,6%. Já no primeiro semestre como um todo, a situação foi inversa com as importações a aumentarem 10% face à subida de apenas 6% das exportações. No gráfico abaixo, podemos observar o conjunto de países com os quais a Alemanha registou maior deterioração da posição comercial, entre janeiro e maio. Destaca-se o aumento das importações oriundas de países fora da Zona Euro, tais como a República Checa e a Polónia. Por outro lado, é visível o alargamento do défice comercial com a Rússia e a Noruega, em resultado da subida do preço da energia, bem como o aumento de 60% das importações alemãs provenientes da África do Sul constituídas na sua larga maioria por *commodities* minerais.

Principais alterações na posição comercial alemã (ytd até maio)



Fonte: Bloomberg

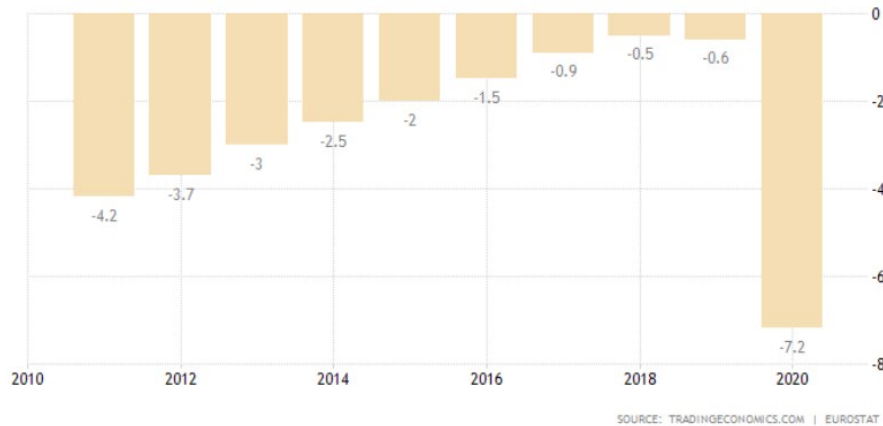
Entretanto, o Eurostat reportou que o déficit orçamental sazonalmente ajustado da Zona Euro, relativo ao 1T21, diminuiu para 7,4% do PIB *versus* 8,1% e 1% nos 4T21 e 1T19, respetivamente. Esta redução deveu-se à queda de 0,7pp na despesa pública, para 54,0% do PIB. Por seu lado, a receita pública manteve-se inalterada nos 46,6% do PIB. **Apesar da redução do déficit, a dívida pública na Zona Euro aumentou para 11,4 biliões de euros no final de março deste ano, equivalente a 100,5% do seu PIB versus 97,8% no quarto trimestre de 2020.** Nesta fase, cerca de três quartos dos países da Zona Euro encontram-se em claro incumprimento do limite de 60% de endividamento público previsto no Pacto de Estabilidade e Crescimento. De referir que estas regras foram, entretanto, suspensas para o período 2020/21, sendo previsível que também não estejam ativas no próximo ano.

A Grécia lidera a lista dos países da Zona Euro com maior endividamento público, cerca de 209,3% do PIB, enquanto a Estónia é o menos endividado do grupo com apenas 18,5% do PIB. Grécia, Itália, Portugal e Espanha foram sem surpresa os países que registaram maior aumento de endividamento público desde o início da pandemia, mas são também aqueles que, em termos relativos, irão receber mais verbas do Fundo de Recuperação e Resiliência. No entanto, tais verbas são relativamente diminutas à luz do aumento do stock de dívida registado no último ano, não devendo por isso alterar de forma estrutural as dinâmicas e tendências de deterioração das mesmas.

Em 2021, a generalidade dos défices públicos deverá reduzir-se devido à atuação dos estabilizadores automáticos. De qualquer forma, défices e dívida pública deverão permanecer superiores aos níveis de 2019. Para já, os mercados não demonstram preocupação com a situação de excessivo endividamento da Zona Euro, uma vez que a atuação

do BCE deverá continuar a ser suficiente para acautelar o grosso das emissões líquidas das suas principais economias nos próximos 12 meses.

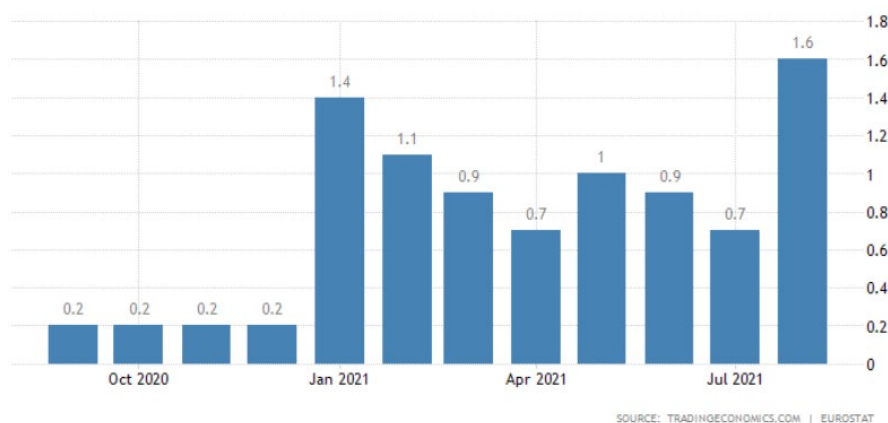
Défice orçamental na Zona Euro (%PIB, YoY)



Em agosto, o indicador avançado de inflação na Zona Euro aumentou para 3%, o valor mais elevado dos últimos 14 anos e muito acima do **target** de 2,0% definido pelo BCE. A contribuir para esta subida esteve a continuação da subida na inflação energética em 15,4%, mesmo depois dos 14,3% verificados em junho, e o aumento verificado na componente de alimentação, álcool e tabaco de 0,4pp para 2%. Estas tendências são consistentes com as disrupções globais nas cadeias de produção e logística, bem como com a forte subida no custo dos transportes. A nova fórmula de cálculo para o preço das emissões de carbono, na Alemanha, também ajudou à subida da inflação do lado da energia.

Por seu lado, a taxa de inflação *core* atingiu os 1,6% em agosto. O preço dos bens não energéticos registou um acréscimo significativo ao subir 2,7% em função das subidas da inflação no vestuário em França e Itália, após as quedas do mês anterior em resultado da alteração no período de saldos de verão. A reposição do IVA na Alemanha também contribuiu para esta subida, algo que se continuará a sentir até ao final de 2021.

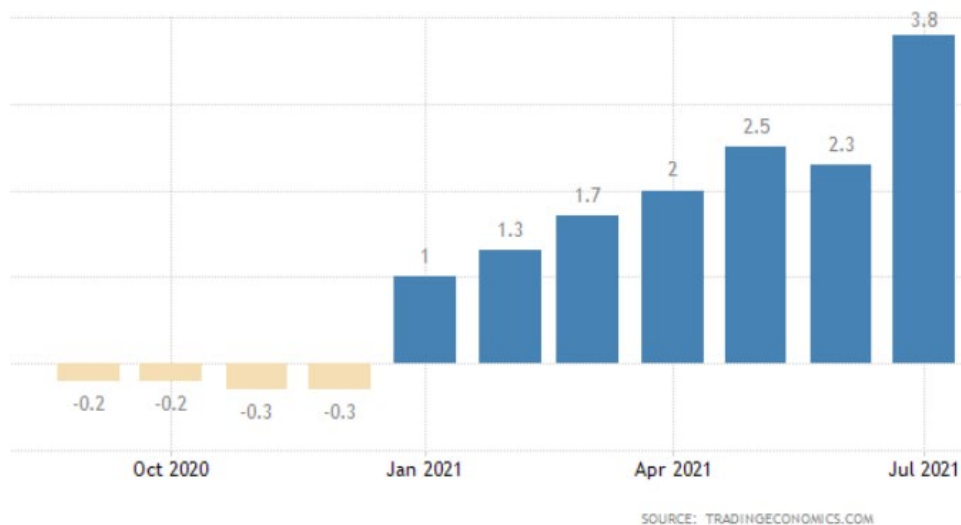
Inflação core da Zona Euro



Em julho, a taxa de inflação na Alemanha atingiu 3,8% *versus* 2,3% em junho. A taxa de inflação Core aumentou para 2,7% *versus* 1,7% em junho. A inflação da componente de energia avançou para 11,6% *versus* 9,0% em junho. A redução temporária do IVA em 2020 é o principal fator explicativo da subida da inflação em julho e deverá subsistir até ao final do ano. Tendo em conta a evolução da inflação no 2S20, a inflação Core ainda deverá aumentar algo até dezembro embora o grosso da subida já deva ter ocorrido no último mês. Segundo dados da Destatis, a redução do IVA diminuiu a taxa de inflação, em 2020, em cerca de 1,6pp. O efeito em questão foi sobretudo sentido ao nível da inflação no vestuário, mobiliário e bens domésticos.

Uma nota para a inflação dos serviços na Alemanha, que aumentou 0,6pp, para 2,2%, em julho. Na restauração, os preços subiram 1,7% entre junho e julho, comparável com a ausência de variação no período homólogo e acima do aumento médio de 0,2%-0,4% verificado antes da pandemia. No alojamento, os preços registaram uma subida de 4% em junho e julho, o dobro do verificado no período homólogo. Tais subidas deverão assumir caráter temporário, resultando de algum aproveitamento por parte das empresas na fase inicial de reabertura. De qualquer forma, deverão ser monitorizadas nos próximos meses para se poder inferir sobre a sua maior ou menor duração.

Alemanha – CPI (mom)



Uma nota final para a inflação no setor automóvel na Alemanha que permaneceu elevada em 14,9% em julho *versus* 12,8% em junho, espelhando a continuação dos bloqueios ao nível das cadeias de fornecimento.

Em resumo, a subida da taxa de inflação na Zona Euro está muito relacionada com os efeitos de base do corte temporário do IVA na Alemanha, em 2020, e com a evolução da componente de energia. Certamente que a inflação poderá surpreender ainda mais em alta até ao final do ano, porém será prematuro retirar conclusões definitivas sobre o ritmo de inflação na Zona Euro até poderem ser observados os dados relativos ao 1T22, sem efeitos de redução do IVA e com uma componente de energia mais estável.

Entretanto, o BCE aprovou por unanimidade um novo objetivo de inflação. **O BCE prevê agora “um objetivo de inflação simétrico de 2% a médio prazo” e admite que tal target “implica que a inflação poderá exceder moderadamente 2% durante um período transitório”.** De recordar que o objetivo anterior era de uma taxa de inflação próxima, mas inferior, a 2%. O BCE sinaliza assim que pretende manter uma política acomodatória ao longo do horizonte temporal de previsão e que a eventual parada, para uma decisão de aperto monetário, está agora muito elevada.

De referir que, no atual contexto, o novo objetivo só seria visado se o banco central previsse inflação de 2% ou mais em 2022 e 2023, respetivamente e estivesse confiante da sustentação desses níveis no futuro. As atuais estimativas do BCE para a inflação em 2022 e 2023 situam-se atualmente em 1,5% e 1,4%, muito distantes do *target*.

Em setembro, o BCE deverá pronunciar-se sobre o ritmo de compras de ativos durante o quarto trimestre deste ano. Admite-se que o banco central ainda possa anunciar uma ligeira redução no ritmo de compras do programa PEPP sendo, porém, expectável que o QE como um todo se mantenha em níveis consideráveis no próximo ano, suficientes para fazer face ao grosso das emissões líquidas de dívida dos principais governos do Euro.

Em suma, admite-se que a Zona Euro possa continuar a recuperar na segunda metade deste ano num cenário em que se consiga evitar a introdução de restrições e de normalização gradual das cadeias de produção e fornecimento nos próximos trimestres. Contudo, a deterioração de sentimento espelhada nos mais recentes inquéritos não deixa de constituir um alerta sobretudo para o *outlook* do quarto trimestre do ano, sensível também à evolução da situação epidemiológica. **A prazo, a questão que se irá colocar certamente, será a de qual o ritmo de crescimento económico possível após o impulso inicial da reabertura terminar.** No que se refere à subida da inflação, admite-se que possa continuar nos próximos meses, mas poderá ser prematuro retirar conclusões em definitivo antes de serem observados os dados do primeiro trimestre de 2022, já expurgados dos fatores do IVA na Alemanha e da maior volatilidade da componente energética. Para já o cenário central continua a ser o do BCE manter o QE, como um todo, em níveis consideráveis no próximo ano.

Disclaimer:

Copyright © 2021 Sixty Degrees SGOIC SA, Todos os direitos reservados. Esta nota não constitui ou faz parte de qualquer oferta de emissão ou venda, ou solicitação de qualquer oferta de subscrição ou compra de Unidade de Participação (UP's) de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA, nem formará a base, ou será invocada em conjunto com qualquer contrato. Qualquer operação de subscrição de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA só deve ser realizada com base nas informações contidas no respetivo prospeto, no IFI e nos outros documentos comprovativos, que podem ser diferentes da informação contida neste documento. O prospeto, IFI, bem como os Relatórios e Contas anuais e semestrais, podem ser consultados diretamente no sítio da Sixty Degrees em sixty-degrees.com ou no endereço de registo da Sociedade localizada na Avenida João Crisóstomo, 30 6º Esq. 1050-127 Lisboa.

As informações, opiniões e modelos financeiros contidos neste documento (conjuntamente referidos como “os Materiais”) não pretendem ser exaustivos ou completos não constituindo desta forma um aconselhamento de investimento. Os Materiais contêm (a) informações derivadas de fontes que se acredita serem precisas, mas que não foram verificadas independentemente e (b) projeções, suposições e previsões que se acredita serem razoáveis, mas que podem diferir de eventos ou resultados reais. Nenhuma responsabilidade pode ser pedida à Sociedade relativamente à exatidão e integridade dos materiais publicados. Nenhuma representação, compromisso de garantia, expresso ou implícito, é dada quanto à exatidão ou integridade dos Materiais por, diretor, executivos ou funcionários, e nenhuma responsabilidade é aceite por tais pessoas pela exatidão ou integridade dos Materiais. Além disso, a Sociedade não assume qualquer obrigação de fornecer ao destinatário acesso a qualquer informação adicional, de atualizar os Materiais ou de corrigir imprecisões. Este documento é confidencial e destina-se exclusivamente aos clientes da Sixty Degrees. Não deve ser reproduzido, distribuído ou publicado no todo ou em parte por qualquer destinatário para qualquer finalidade sem o consentimento prévio da Sixty Degrees.