

IIM03

INFORMAÇÃO MENSAL
MARÇO 2024



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
Riscos no sector imobiliário comercial dos EUA

ECONOMIA INTERNACIONAL
A última milha da inflação nos EUA

ECONOMIA ESPANHOLA
O relógio imobiliário de Espanha: do abrandamento à expansão
A balança corrente espanhola numa perspetiva europeia

ECONOMIA PORTUGUESA

Ano novo, novas regras orçamentais europeias: Portugal em foco
O bilhete de identidade das empresas portuguesas: da natalidade ao investimento

DOSSIER: NOVAS PERSPETIVAS PARA A ECONOMIA GLOBAL E PORTUGUESA

Novo cenário económico para a economia internacional

Novo cenário macroeconómico para Portugal reflete novos dados, mas enquadramento não se altera

INFORMAÇÃO MENSAL

Março 2024

O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (DF-EEF) 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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

5 de março de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Riscos no sector imobiliário comercial dos EUA*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *A última milha da inflação nos EUA*

18 ECONOMIA PORTUGUESA

20 *Ano novo, novas regras orçamentais europeias: Portugal em foco*

22 *O bilhete de identidade das empresas portuguesas: da natalidade ao investimento*

25 ECONOMIA ESPANHOLA

27 *O relógio imobiliário de Espanha: do abrandamento à expansão*

28 *A balança corrente espanhola numa perspetiva europeia*

31 DOSSIER: NOVAS PERSPETIVAS PARA A ECONOMIA GLOBAL E PORTUGUESA

31 *Novo cenário económico para a economia internacional*

34 *Novo cenário macroeconómico para Portugal reflete novos dados, mas enquadramento não se altera*

Luzes e sombras numa economia em transição

Nos primeiros dois meses do ano, as principais tendências que marcaram o desempenho da economia internacional na última parte de 2023 continuaram a estar presentes: i) crescimento próximo de 3% com divergências entre a força dos EUA e de boa parte dos países emergentes face à fraqueza da China e, sobretudo, da zona euro; ii) estabilidade dos preços da energia apesar do cenário geopolítico desafiante que está a alterar os fluxos de tráfego marítimo entre a Ásia e a Europa; iii) continuidade do processo desinflationista de ambos os lados do Atlântico, com alguma resistência à descida dos preços nos sectores dos serviços; iv) força do consumo em público e privado face a um investimento que continua a não ganhar força, apesar de apoiado por programas fiscais expansionistas (IRA, NGEU, etc), e a retoma dos gastos em defesa; v) fraqueza da indústria, com exceção do sector tecnológico (especialmente o ligado à IA), que contrasta com o desempenho positivo do sector dos serviços; vi) solidez do mercado de trabalho pouco afetado pelo aperto monetário e vii) bom desempenho dos mercados acionistas (+6% no MSCI Global no final de fevereiro), refletindo a confiança dos investidores nos efeitos positivos que o cenário de aterragem suave terá nos resultados das empresas.

Nesta fase de continuidade à espera do início do processo de flexibilização monetária, o único pequeno ajustamento que se verificou nas primeiras semanas do ano foi a diminuição do fosso entre as perspetivas de política monetária dos mercados financeiros e a opinião que os bancos centrais têm vindo a antecipar nas suas últimas projeções e comunicados. Os investidores estão agora a descontar apenas 100 pontos base de flexibilização em 2024 (150 pontos base em dezembro) e a adiar o primeiro corte para junho (antes esperavam-no em março/abril), o que desencadeou uma correção na parte longa da curva de rendimentos das obrigações do Tesouro entre 20 e 60 pontos base. Esta mudança está ligada à sensação de que a inflação está a entrar numa zona em que os novos progressos serão mais difíceis, uma vez que os efeitos positivos da flexibilização energética e do desaparecimento dos estrangulamentos globais estão a diminuir, o que dará um papel mais importante aos preços dos serviços. E é aqui que as autoridades monetárias precisam de um pouco mais de certeza (e confiança) sobre a dinâmica que estas rubricas seguirão nos próximos meses, tendo em conta que a sua evolução será marcada por fatores que ainda estão sujeitos a incerteza, como a evolução dos salários ou dos custos relacionados com a habitação. A questão é saber se a divergência entre os dados de atividade dos dois lados do Atlântico não será mais acentuada nos próximos meses. Em todo o caso, o cenário monetário descontado pelos investidores continua a ser claramente positivo para as perspetivas económicas na segunda parte do ano, uma vez que, a partir de abril, se deverá assistir a descidas homólogas da Euribor a 12 meses.

Assim, mantendo a tendência dos últimos trimestres, continuamos a ver mais luz do que sombra na complexa transição que o ciclo económico está a atravessar, afetado pelas perturbações sofridas do lado da oferta, tanto devido à acumulação de choques negativos inesperados (Covid, estrangulamentos, etc.), como pelos primeiros sinais de mudanças provocadas pela demografia, a transição energética, a inovação (IA) ou a procura de autonomia estratégica por parte das grandes potências. Tudo isto enquanto o lado da procura reflete as alterações das preferências dos consumidores na sequência da pandemia, ou o extraordinário ativismo assumido pela política monetária e fiscal nos últimos anos. Este processo de mudança contínua continuará a dominar o comportamento económico a médio prazo, pelo que uma normalização do desempenho económico após as tempestades dos últimos anos parece ser mais um desejo do que uma realidade. Este facto implica uma incerteza considerável quanto ao comportamento futuro de variáveis como o crescimento potencial ou a taxa de juro neutral.

Neste contexto, tentando procurar sinais no meio do excesso de ruído ainda presente no cenário económico, atualizámos as nossas previsões económicas e financeiras, revendo ligeiramente em alta a previsão de crescimento global para 2024 (de 2,9% para 3%), graças à melhoria das previsões para as economias avançadas (de 1,1% para 1,4%). A maior parte desta evolução é explicada pela melhoria das projeções para os EUA (2,2% contra 0,8% anteriormente), enquanto mantemos inalterada a previsão para a Europa (0,7% em 2024 e 1,7% em 2025), onde revimos em ligeira baixa a previsão do PIB para a economia portuguesa para 1,6% este ano (2,3% em 2025). No que respeita à inflação, não fizemos praticamente nenhum ajustamento às previsões para 2024 (5,2% no mundo, 2,5% na OCDE e 7,2% nos países emergentes) e 2025 (3,2% no mundo, 2% na OCDE e 4,2% nos países emergentes), altura em que a inflação estará próxima dos objetivos dos bancos centrais. Isto permitirá que a FED e o BCE iniciem a fase de flexibilização monetária em junho, esperando ver 4 flexibilizações cumulativas até um total de 100 pontos de base em ambos os lados do Atlântico em 2024. Com estes movimentos dos bancos centrais, a obrigação alemã a 10 anos encerraria este ano a 2% (2,8% para a obrigação portuguesa). Para 2025, prevemos a continuidade do processo de descida das taxas de juro, com mais 100 pontos de base nos EUA (75 p.b. no caso da Europa).

Cronologia

FEVEREIRO 2024

- 22** Os EUA regressam à Lua depois de mais de 50 anos com a aterragem do *Odysseus*, o primeiro módulo comercial a tocar a superfície lunar.

DEZEMBRO 2023

- 13** A COP28 (conferência das Nações Unidas sobre as mudanças climáticas) termina com um compromisso de abandono dos combustíveis fósseis.
- 20** O Conselho Europeu aprova a reforma das regras fiscais da UE.

OUTUBRO 2023

- 7** Começa um novo conflito armado entre o Hamas e Israel.
- 20** A Grécia recupera o grau de investimento depois de a S&P ter melhorado o seu *rating* soberano para BBB-.

JANEIRO 2024

- 11** A NASA confirma que 2023 foi o ano mais quente de que há registo (1880).
- 19** O Japão torna-se o quinto país a alunar (pousar na Lua).

NOVEMBRO 2023

- 10** O programa Copernicus da UE indica que o ano de 2023 registou o período de janeiro-outubro mais quente mundialmente, com 1,43 °C acima da média de 1850-1900 e recordes nos meses de junho, julho, agosto, setembro e outubro.

SETEMBRO 2023

- 14** O BCE aumenta as taxas em 25 p. b. e situa a *depo* a 4,00% e a *refi* a 4,50%.

Agenda

MARÇO 2024

- 1** Portugal: *rating* S&P.
Zona Euro: IPC preliminar (fevereiro).
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 7** Conselho do Banco Central Europeu.
- 11** Portugal: comércio internacional (janeiro).
- 15** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
Espanha: *ratings* Moody's e S&P.
- 19-20** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 21-22** Conselho Europeu.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).
Portugal: *rating* Fitch.
Portugal: Índice de Preços da Habitação (4T)
- 25** Portugal: Agregados das Administrações Públicas (2023).
Portugal: Contas nacionais por sector institucional (4T).
- 26** Espanha: Contas nacionais por sector institucional (4T).
- 27** Espanha: IPC preliminar (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).

ABRIL 2024

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).
Portugal: produção industrial (fevereiro).
- 3** Zona Euro: IPC preliminar (março).
- 10** Espanha: contas financeiras (4T).
- 11** Conselho do Banco Central Europeu.
- 15** China: PIB (1T).
- 18** Portugal: balança de pagamentos (fevereiro).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
- 25** EUA: PIB (1T).
- 26** Espanha: inquérito à população ativa (1T).
- 29** Espanha: IPC preliminar (abril).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
- 30** Espanha: 1ª estimativa do PIB (1T).
Portugal: 1ª estimativa do PIB (1T).
Portugal: IPC preliminar (abril).
Zona Euro: PIB (1T).
Zona Euro: IPC preliminar (abril).
- 30-1** de maio: Comité de Mercado Aberto da Fed.

O investimento é capital

O investimento está de novo no centro das atenções. É cada vez mais evidente que a rápida evolução tecnológica e a emergência de novos países com capacidade para competir globalmente, especialmente a China, deixarão fora de jogo as economias que não atualizarem o seu tecido produtivo. Além disso, isto acontece num contexto de crescente desconfiança em relação às instituições multilaterais e, em geral, entre os diferentes blocos económicos. Mesmo a relação entre os EUA e a Europa, que parecia inquebrável há alguns anos, está sob suspeita. Os contínuos avisos de Donald Trump de um aumento generalizado dos direitos aduaneiros caso ganhe as eleições são um aviso para a navegação.

Os anúncios de medidas de reforço da capacidade produtiva interna e de planos de reindustrialização têm sido feitos nos últimos anos em praticamente todos os países, tendo-se acentuado após a pandemia e a crise energética. Neste contexto, o investimento é um termómetro fundamental para medir o impacto das medidas anunciadas. O investimento é a variável de referência para avaliar quais os países que estão a expandir e a modernizar o seu capital social.

A evolução recente do investimento total nas principais economias desenvolvidas é bastante fraca. Em 2023, o investimento em capital fixo cresceu 0,6% nos EUA, 0,9% na zona euro e 0,9% em Portugal. Estes valores contrastam com os registados durante o último ciclo expansionista. Entre 2014 e 2019, nos EUA cresceu em média 4,6% ao ano, na área do euro 3,9% e em Portugal 6,4%.

No entanto, os valores agregados escondem nuances importantes. Nos EUA, o crescimento do investimento total é penalizado pela queda acentuada do investimento residencial, que é mais afetado pela subida das taxas de juro, embora na parte final do ano passado tenha começado a dar sinais de recuperação. O investimento em construção não residencial está a recuperar de forma dinâmica e em 2023 cresceu uns notáveis 13,0%. Mas, acima de tudo, destaca-se o dinamismo do investimento em direitos de propriedade intelectual, com um crescimento médio de 8,0% nos últimos três anos; em equipamento informático e *software*, 3,9%, e em investigação e desenvolvimento, 5,2%. Assim, o investimento privado não residencial nos EUA já se encontra mais de 10% acima dos níveis pré-pandémicos.

Na zona euro e em Portugal, as nuances também são importantes, embora a mensagem não seja tão positiva como no caso da economia americana. Tal como nos EUA, o investimento em habitação também registou quedas notáveis em muitos países da zona euro, o que penaliza a visão agregada. Por outro lado, destaca-se o investimento em equipamento de transporte, que está a crescer fortemente e em

2023 avançou 14,3% no conjunto da zona euro (com dados até ao 3º trimestre) e 18,6% em Portugal, superando o crescimento médio nos anos níveis pré-pandémicos. O investimento em maquinaria também apresenta um ritmo de crescimento notável no conjunto da zona euro e situa-se 3,0% acima dos níveis pré-pandémicos. Neste domínio, a economia portuguesa teve um desempenho mais fraco no último ano, mas está claramente acima dos níveis pré-pandémicos. Com efeito, o investimento nesta componente abrandou para 4,1% em 2023, ou seja, menos 3 pontos percentuais do que nos cinco anos anteriores à pandemia, mas está 18,7% acima do nível de 2019. Em contrapartida, em Portugal, destaca-se a evolução do investimento em direitos de propriedade intelectual que, embora tenha desacelerado em 2023, foi muito dinâmico nos anos anteriores e está 13,6% acima dos níveis pré-pandémicos.

A recuperação do investimento deverá consolidar-se nos próximos anos. A flexibilização das condições financeiras, que já começou a verificar-se e que deverá consolidar-se a partir do segundo semestre do ano, quando a Fed e o BCE começarem a baixar as taxas de juro, poderá atuar como um importante catalisador. Um elemento adicional de apoio que poderá ser acrescentado no final do ano é a recuperação da indústria, um sector particularmente intensivo em termos de investimento. Alguns indicadores começam a sugerir que o sector pode ter atingido o seu ponto mais baixo e poderá começar a recuperar se a crise energética for finalmente ultrapassada. É de salientar a retoma da produção industrial, nomeadamente de bens de equipamento, bem como os índices de atividade do sector. A este respeito, a contenção da guerra na Ucrânia e do conflito entre Israel e o Hamas é fundamental para que a incipiente recuperação se concretize.

No caso da economia portuguesa, é de esperar que a execução dos fundos europeus NGEU estimule o investimento público e privado. Em 2023 foram pagos aos beneficiários finais 3,6 mil milhões de euros, equivalente a 46% dos fundos recebidos, sugerindo a necessidade de acelerar a taxa de execução dos fundos recebidos. Adicionalmente, será importante não descurar a concretização das reformas acordadas com a CE para que não se verifiquem atrasos na receção das próximas tranches, fundamental para que o programa seja totalmente implementado dentro do calendário planeado, que termina em 2026. Neste sentido, o ritmo de execução alcançado é tão importante como o facto de os programas implementados conseguirem transformar e impulsionar a economia portuguesa de forma duradoura. Para tal, é fundamental um bom desempenho dos investimentos.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,85
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,40	3,00
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,40	2,80
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,50	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,50	2,75
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,30
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,83	2,33
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,74	2,36
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,76	2,40
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,78	2,45
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,32	2,42
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,46	2,57
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	3,00
Prémio de risco	11	158	73	105	98	90	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,54	2,66
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,61	2,75
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	3,00
Prémio de risco	19	297	65	97	63	80	80
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,87
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	158,00	146,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	78,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,2	63,9

Previsões

Variação da média do ano sobre a média do ano anterior (%), salvo indicação expressa

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	2,9	6,3	3,5	3,0	3,0	3,2
Países desenvolvidos	2,7	1,0	5,6	2,6	1,6	1,4	1,7
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,2	1,6
Zona Euro	2,2	0,3	5,9	3,4	0,5	0,7	1,7
Alemanha	1,6	0,8	3,1	1,9	-0,1	0,2	1,3
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,6	1,4
Itália	1,5	-1,0	8,3	4,1	1,0	0,6	1,6
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
Espanha	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Japão	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	0,0	0,6
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	4,4	6,9	4,1	4,0	4,0	4,2
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	7,5	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	1,8	1,8
México	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,9	-1,2	3,6	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,5	2,6	3,5
Polónia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,1	2,6	3,2
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
Países desenvolvidos	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,5	2,0
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,6	2,0
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,2	2,1
Alemanha	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,4	2,0
Itália	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,5	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Espanha	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japão	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,8	2,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,7	5,5	5,9	9,8	8,5	7,2	5,4
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,8	1,7
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,7	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polónia	3,2	2,0	5,2	13,2	10,8	4,2	3,1

Previsões

Variação da média do ano sobre a média do ano anterior (%), salvo indicação expressa

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,1	4,7	5,6	1,6	0,9	1,7
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,2	1,8	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,4	3,4	5,2
Bens de equipamento	3,2	2,0	15,3	5,5	-	-	-
Construção	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	1,2	1,8	2,2
Exportação de bens e serviços	5,3	2,2	12,3	17,4	4,2	2,8	5,4
Importação de bens e serviços	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,2	5,3
Produto interno bruto	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,2	2,2	2,0	1,1	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,5	6,7	6,5
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	0,7	0,4	0,6

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,9	7,2	4,8	1,7	2,4	2,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,3	3,4	-0,2	3,8	2,9	1,6
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,0	2,8	2,4	0,6	0,3	3,1
Bens de equipamento	4,9	-0,8	4,4	1,9	-1,8	-0,2	3,8
Construção	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,2	-0,2	2,8
Procura interna (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportação de bens e serviços	4,7	1,1	13,5	15,2	2,4	0,2	2,1
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	1,2	2,3
Produto interno bruto	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,9	7,1	3,7	3,2	2,4	1,8
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índice de preços no consumidor	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Custos de trabalho unitários	3,0	1,2	1,0	0,9	5,9	4,4	2,5
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	2,5	2,3	2,5
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,9	1,5	3,5	3,3	3,5
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,8	-4,7	-4,1	-3,4	-2,9

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

Previsões

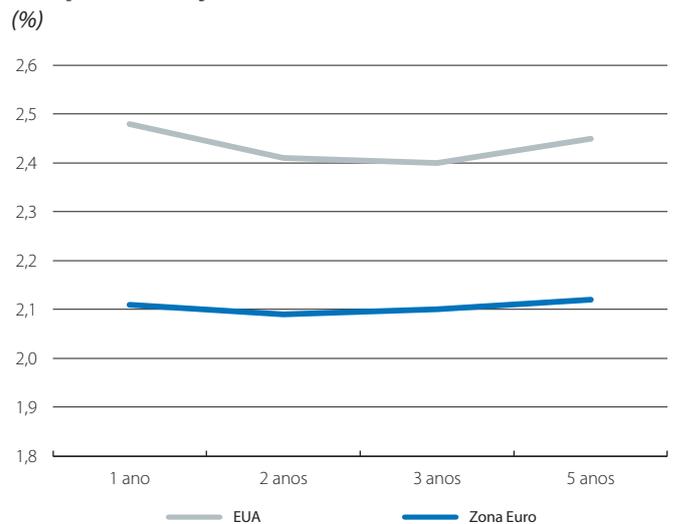
Os mercados adaptam-se à «paciência»

Os investidores adiam as expectativas de cortes nas taxas. O abrandamento da inflação subjacente nas principais economias levou os investidores a reverem as suas expectativas em matéria de política monetária e a reformularem as suas projeções quanto ao calendário das reduções das taxas de juro à medida que o mês de fevereiro avançava. Consequentemente, com os responsáveis da Reserva Federal e do BCE a insistirem que a batalha contra a inflação ainda não terminou e que a última fase será mais difícil de enfrentar, os mercados financeiros começaram a suavizar as expectativas agressivas sobre o ritmo dos cortes nas taxas que tinham sido fixadas no início do ano, especialmente nos EUA. Ainda assim, e no meio de movimentos acentuados nas taxas de rendibilidade das obrigações soberanas, os ativos de risco continuaram a ter um bom desempenho, como no caso das ações, em que a resiliência dos lucros das empresas elevou vários dos principais índices bolsistas a máximos históricos.

Bancos centrais mantêm-se cautelosos. Os dados de fevereiro relativos aos preços no consumidor e aos custos industriais confirmaram as suspeitas dos investidores prudentes de que o ritmo de desaceleração dos preços tinha abrandado acentuadamente em relação aos meses anteriores em ambos os lados do Atlântico. Nos dois casos, as crescentes pressões sobre os preços ligadas à energia e aos entraves ao comércio (decorrentes da turbulência no Mar Vermelho), a recuperação dos salários face à perda de poder de compra e a resiliência do ciclo económico dos EUA levaram os investidores a aumentar as suas perspetivas de inflação a curto prazo (os *swaps* de inflação a 1 ano em ambas as economias subiram cerca de 40 pontos de base) para um nível moderadamente superior a 2% nos próximos anos. Simultaneamente, e em resultado deste aumento dos preços esperados, os mercados financeiros começaram também a rever o calendário e a magnitude dos cortes esperados das taxas de juro da Fed e do BCE. O número de declarações de ambos os membros dos bancos centrais contribuiu para este facto.

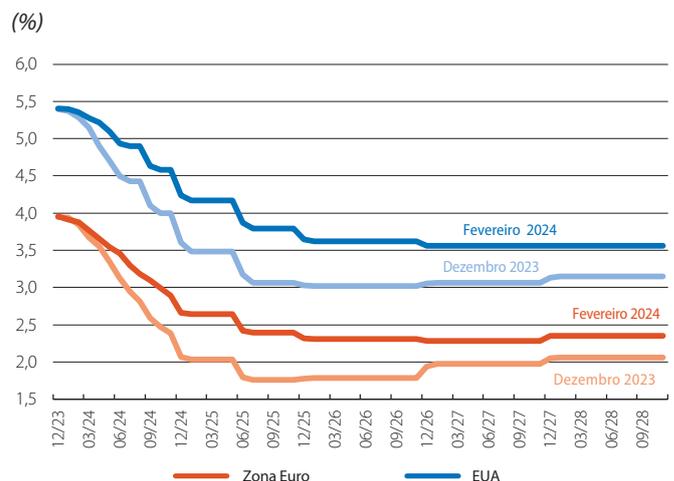
Na Reserva Federal, existe uma preocupação unânime quanto ao risco de baixar as taxas demasiado cedo, tendo em conta os fortes dados relativos ao emprego e à inflação, tal como refletido nas atas da última reunião do FOMC. Os comunicados do banco central revelam uma tendência para uma abordagem cautelosa, com base na observação dos próximos dados relativos à inflação, ao mercado de trabalho e ao consumo das famílias, e um ajustamento das taxas de juro mais lento do que o *timing* previsto pelo mercado. Dessa forma, os investidores adiaram as expectativas do primeiro corte nas taxas dos EUA de março/maio para junho e apontaram para uma descida de 100 p.b. em 2024. Embora a atual situação económica na Zona Euro seja mais fraca, os membros do BCE mostraram-se também muito cautelosos quanto ao risco de uma descida apressada das taxas de juro e salientaram a necessidade de continuar a acompanhar a trajetória da inflação, que poderá ser influencia-

Swaps de inflação com diferentes vencimento



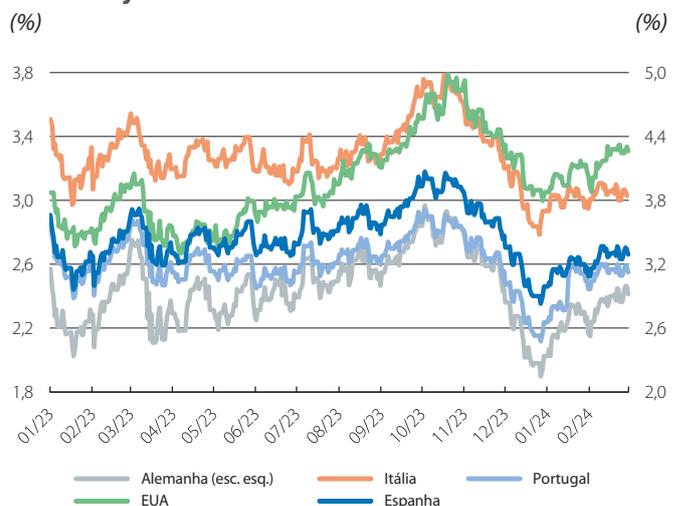
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Expectativas sobre as taxas de juro de referência do Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre a EFRR e a taxa OIS da Zona Euro a partir das curvas de rendimento do mercado. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Taxas de juros da dívida soberana a 10 anos



Nota: EUA Espanha, Itália e Portugal, coluna direita. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

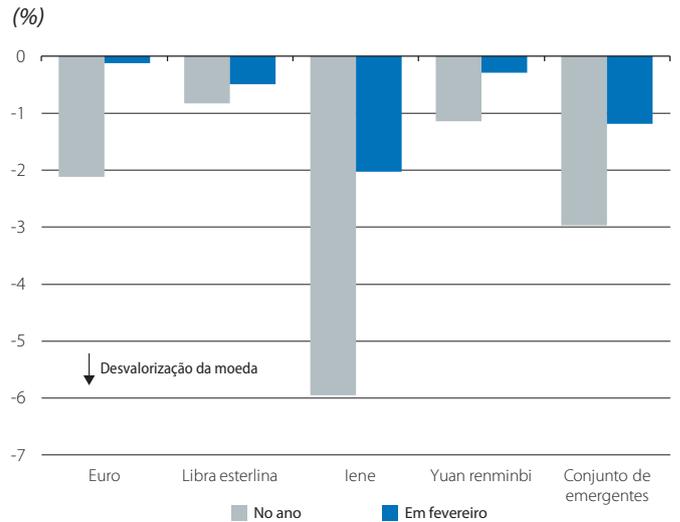
da por aspetos como as negociações salariais, as margens e a produtividade. Portanto, tal como nos EUA os mercados também adiaram a sua expectativa para o primeiro corte das taxas do BCE para junho, esperando um total de cortes de 100 p.b. ao longo de 2024.

As curvas de rendimento soberano estão a subir. O adiamento das expectativas para as taxas de juro nos EUA e na Zona Euro teve o seu principal impacto nos mercados obrigacionistas e, em particular, nas curvas soberanas. A divulgação de dados sobre a inflação nos EUA menos benignos do que o esperado desencadeou uma forte subida das taxas de rendibilidade dos *treasuries* em toda a curva, que subiram e se mantiveram durante o resto do mês, alimentadas pelas mensagens de paciência dos membros da Fed. A taxa de juro do título a 2 anos, que traduz as expectativas dos *fed funds*, subiu para níveis não observados desde dezembro, quando a Fed alterou a postura para maior cautela no início do ciclo de redução de taxas e terminou o mês acima dos 4,6% (+41 p.b.). Este facto refletiu-se na taxa de câmbio do dólar, que continuou a valorizar-se em relação a outras moedas importantes. Entretanto, o rendimento do *treasury* a 10 anos voltou a ultrapassar a marca dos 4%, chegando aos 4,3%. O movimento das curvas soberanas na Zona Euro foi muito semelhante ao dos EUA induzido pela relutância do BCE em reduzir as taxas. Com efeito, a obrigação alemã a 2 anos acumulou uma subida de cerca de 50 p.b. no mês, enquanto, nas tranches mais longas, o melhor desempenho da dívida das economias periféricas favoreceu o estreitamento dos prémios de risco.

As ações permanecem imunes ao adiamento da descida das taxas. Apesar do cenário monetário futuro, em fevereiro, os investidores mantiveram o seu apetite por ações, atraídos sobretudo pelo saldo positivo dos resultados das empresas no 4T 2023. As empresas tecnológicas e de IA deram o maior apoio aos principais índices bolsistas, que, no caso do S&P 500, do Dax alemão e do CAC francês, atingiram novos máximos históricos. Entretanto, a implementação de medidas nos mercados de ações para restaurar a confiança dos investidores e o lançamento de ajudas ao sector imobiliário da China apoiaram os ganhos dos principais índices do país.

Os preços dos produtos de base mantêm-se contidos. Assim, o dólar forte e os receios de arrefecimento da procura ajudaram a conter os preços das matérias-primas, com exceção do crude Brent. O abrandamento do défice de oferta de crude causado pelo aumento da produção dos países não pertencentes à OPEP, especialmente dos EUA, foi quase neutralizado nos mercados pelo aumento das tensões no Mar Vermelho, que manteve o preço do petróleo durante grande parte do mês em cerca de 83 dólares. Por outro lado, o gás natural europeu (Dutch TTF) desceu para 25 euros/MWh, num contexto de elevada oferta de GNL e de stocks de gás saudáveis, com condições climáticas mais amenas do que o habitual no continente.

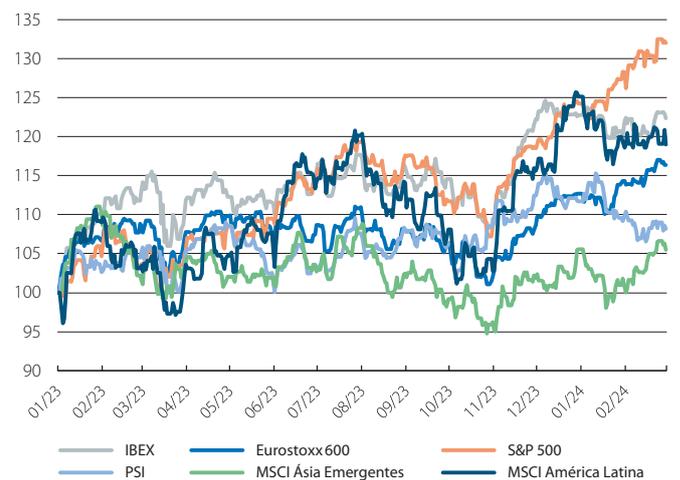
Moedas face ao dólar



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

Bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2023)



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

Matérias-primas: preços

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2022	2023
Commodities	Índice	96,1	-2,7	-2,6	13,8	-12,6
Energia	Índice	30,9	-3,9	0,6	33,5	-25,6
Brent	\$/barril	82,8	-0,9	7,5	10,5	-10,3
Gás natural (Europa)	€/MWh	25,5	-9,4	-21,3	8,5	-57,6
Metais preciosos	Índice	215,4	-0,5	-3,7	-1,9	4,1
Ouro	\$/onça	2.027,2	-0,3	-1,7	-0,3	13,1
Metais industriais	Índice	136,0	-2,7	-4,6	-4,4	-13,7
Alumínio	\$/Tm	2.191,5	-3,6	-8,1	-15,3	0,3
Cobre	\$/Tm	8.474,0	-0,8	-1,0	-13,9	2,2
Agricultura	Índice	58,5	-4,1	-6,3	13,2	-9,3
Trigo	\$/bushel	582,5	-3,0	-7,2	2,8	-20,7

Nota: Dados em 28 de fevereiro de 2024.

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

Riscos no sector imobiliário comercial dos EUA

No final de janeiro, a cotação bolsista do New York Community Bancorp (NYCB), um banco especializado em imóveis de escritórios e residenciais multifamiliares na área metropolitana de Nova Iorque, caiu 38% num só dia, depois de ter registado prejuízos e aumentado as provisões. Será esta mais uma indicação dos riscos latentes no sector imobiliário comercial dos EUA?

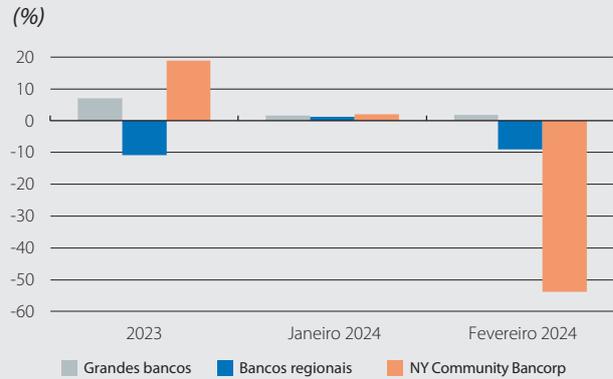
O que aconteceu?

O NYCB passou, em poucos meses, de uma pequena instituição especializada para um banco com mais de 100 mil milhões de dólares em ativos, na sequência da aquisição do Flagstar Bank, um banco sediado no Estado do Michigan, e do Signature Bank, um dos bancos falidos na sequência da crise de março de 2023. No seguimento destas alterações, no final de janeiro, o banco anunciou uma redução de 70% dos dividendos para aumentar a liquidez e, além disso, um aumento significativo das provisões (em mais de 700%) para se proteger contra o risco de perdas potenciais na sua carteira de empréstimos. Ainda que ambas as decisões tenham sido apresentadas como medidas de adaptação aos requisitos regulamentares, surgiram num ambiente de fragilidade no sector imobiliário comercial dos EUA e foram anunciadas em combinação com uma demonstração de resultados negativa para o banco no 4T 2023 no seu conjunto (para além do reconhecimento de dificuldades em dois grandes empréstimos, um relacionado com edifícios de escritórios e outro com habitação multifamiliar). Estes anúncios foram fortemente penalizados pelos mercados financeiros, tendo a cotação das ações da NYCB caído a pique e, desde então, mais de 50%. Aliás, o episódio teve um certo efeito de contágio, com os preços das ações dos restantes bancos regionais a caírem um acumulado de 10%, num movimento de aversão ao risco devido ao receio de que os problemas no sector imobiliário comercial dos EUA pudessem começar a gerar dificuldades para as entidades mais expostas. Os grandes bancos, em contrapartida, com muito menos exposição, quase não foram afetados pelo nervosismo.

Nem todos os sectores são iguais e nem todos os riscos são iguais

O sector do imobiliário comercial é diversificado e inclui diferentes segmentos com as suas próprias características e riscos, pelo que nem todos se encontram necessariamente numa situação problemática. De um lado, o segmento retalhista (que inclui desde lojas a floristas, cafés e qualquer estabelecimento onde se realizem vendas a retalho) beneficiou da força do consumo na economia americana, enquanto o segmento industrial (principalmente armazéns e centros de distribuição) foi impulsionado pelo forte crescimento do *e-commerce* na sequência da pandemia.

EUA: desempenho dos índices bancários na bolsa de valores



Notas: Grandes bancos capturados pelo índice S&P 500 Banks, bancos regionais capturados pelo índice S&P 500 Regional Banks. Janeiro é considerado até 29/01/2024, o dia anterior ao relatório do NYCB, e fevereiro é considerado de 30/01/2024 a 29/02/2024.

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

EUA: estatísticas sobre espaços para escritórios (Dólar/pé quadrado)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg e Real Capital Analytics.

A situação nos segmentos de habitação multifamiliar e de escritórios é diferente. O primeiro registou um aumento recente das taxas de desocupação. Adicionalmente, algumas cidades como Nova Iorque, Los Angeles e São Francisco implementaram controlos de preços que limitam o aumento das rendas em determinadas zonas das cidades. No entanto, o sector não parece, de um modo geral, sofrer de um problema estrutural, uma vez que a falta de oferta de habitação nos EUA, juntamente às elevadas taxas de juro (que estão a arrefecer a procura de hipotecas e, por conseguinte, a compra de casa), parecem estar a apoiar o sector a médio prazo.

O segmento dos escritórios, pelo contrário, atravessa um momento difícil e está a fazê-lo no meio de mudanças estruturais, nomeadamente devido aos hábitos pós-pandémicos em que o trabalho remoto e/ou híbrido se tornou a nova norma e constitui um entrave à procura de espaços de escritórios. As taxas de desocupação de escritórios

estão a atingir níveis recorde e já se aproximam dos 20% em todo o país. Acresce que a taxa de ocupação das novas construções está a atingir um nível recorde: conforme dados da Bloomberg, dos 24,5 milhões de metros quadrados de construção concluídos em 2023, apenas 4,8 milhões de metros quadrados foram ocupados.¹ Assim, o excesso de oferta restringiu os preços de aluguer e depreciou os valores dos imóveis. De tal forma que os preços dos imóveis de escritórios registaram quedas até 40% desde o pico registado em 2021.

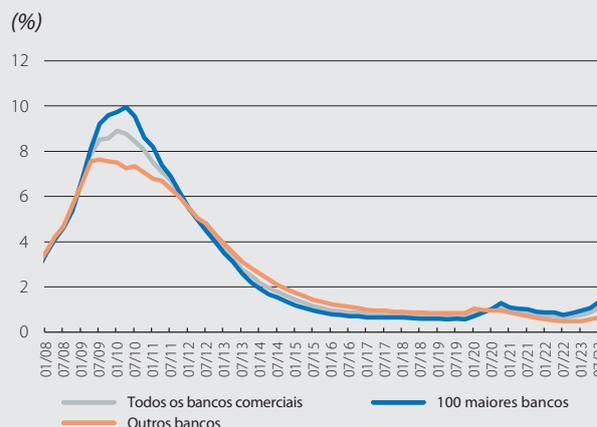
Para além disso, existe o risco de refinanciamento. Um estudo publicado pelo NBER² estima que, em 44% dos empréstimos para escritórios, o valor de mercado do imóvel é inferior ao saldo do empréstimo associado ao imóvel. E, num contexto de taxas de juro elevadas, calcula-se que, em 2024 e 2025, vencerão e terão de ser refinanciados empréstimos no valor de 150 mil milhões de dólares e 300 mil milhões de dólares, respetivamente.

Não são todos os bancos iguais e nem todas as exposições bancárias são iguais.

Conforme os dados do Fed, o mercado de crédito imobiliário comercial é de 3,5 biliões de dólares (em outubro de 2023), dos quais 2,7 biliões de dólares são detidos por bancos comerciais. Este montante representa, no seu conjunto, 25% da carteira total de empréstimos dos bancos americanos e 13% dos seus ativos. As proporções variam, no entanto, e a exposição ao sector imobiliário comercial é sobretudo relevante para os bancos regionais: para os 25 maiores bancos, que detêm 30% dos empréstimos imobiliários comerciais nas mãos dos bancos comerciais, este sector representa apenas 13% da sua carteira de empréstimos e, especificamente, os empréstimos para escritórios, 3%, enquanto que para os restantes bancos regionais mais pequenos, que detêm os restantes 70% dos empréstimos ao sector, é de 44%.

Para além da dimensão da exposição dos bancos, outros números são mais tranquilizadores. Por enquanto, as taxas de incumprimento permanecem historicamente baixas. O rácio médio LTV (*loan to value*) dos bancos regionais para empréstimos imobiliários comerciais é de 58%, um valor conservador. As simulações recentes da Fed de St. Louis estimam que, se toda a carteira de dívida imobiliária comercial perdesse 10% do seu valor, as entidades insolventes representariam apenas 2% dos ativos de todo o sistema bancário dos EUA. Assim, as palavras do Presidente da Reserva Federal, Jerome Powell, e da Secretária do Tesouro, Janet Yellen, oferecem uma análise equilibrada da situação: ambos reconheceram que a fragilidade do

EUA: taxas de incumprimento de empréstimos imobiliários comerciais



Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de St. Louis.

sector imobiliário comercial é uma questão em que algumas entidades de pequena dimensão e regionais têm uma exposição significativa e é provável que haja perdas, mas trata-se de uma fonte de risco que têm vindo a acompanhar há algum tempo e que consideram ser «administrável» e estão «a trabalhar com eles [pequenos bancos]». Nos próximos trimestres, e para além do alívio temporário que as primeiras reduções das taxas de juro da Fed poderão proporcionar, é provável que as dificuldades estruturais do sector persistam, especialmente no segmento de escritórios, e que este continue a navegar num ambiente exigente.

1. O equivalente métrico corresponde a 2,2 milhões de metros quadrados construídos, dos quais 445.000 metros quadrados foram ocupados.

2. Ver Xuwewi *et. al.* (2023). «Monetary Tightening, Commercial Real Estate Distress and US Bank Fragility», NBER Working Paper Series, dezembro.

Taxas de juro (%)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	150,0
Euribor 3 meses	3,94	3,91	3	2,8	115,4
Euribor 12 meses	3,75	3,57	18	23,6	0,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,43	3,15	28	17,2	18,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,90	2,43	47	49,7	-30,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,41	2,17	25	38,7	-30,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,29	3,09	20	29,6	-37,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,12	2,97	15	46,7	-45,4
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	75,0
SOFR 3 meses	5,33	5,32	2	0,2	42,8
Dívida pública a 1 ano	5,00	4,71	29	23,6	-1,9
Dívida pública a 2 anos	4,62	4,21	41	36,9	-25,8
Dívida pública a 10 anos	4,25	3,91	34	37,1	25,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	60	-5	-3,2	-23,8
Itraxx Financeiro Sénior	64	70	-6	-2,9	-23,8
Itraxx Financeiro Subordinado	117	131	-14	-5,4	-36,8

Taxas de câmbio

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,081	1,082	-0,1	-2,1	1,3
EUR/JPY (ienes por euro)	162,060	158,950	2,0	4,1	11,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,856	0,853	0,4	-1,3	-3,5
USD/JPY (ienes por dólar)	149,980	146,920	2,1	6,3	10,1

Matérias-primas

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	524,4	521,5	0,6	2,8	-5,0
Brent (\$/barril)	83,6	81,7	2,3	8,5	-0,8
Ouro (\$/onça)	2.044,3	2.039,5	0,2	-0,9	11,3

Rendimento variável

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.096,3	4.845,7	5,2	6,8	29,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.877,8	4.648,4	4,9	7,9	15,7
Ibex 35 (Espanha)	10.001,3	10.077,7	-0,8	-1,0	7,3
PSI 20 (Portugal)	6.158,0	6.322,8	-2,6	-3,7	3,2
Nikkei 225 (Japão)	39.166,2	36.286,7	7,9	17,0	42,3
MSCI emergentes	1.020,9	975,8	4,6	-0,3	3,7

As tendências da economia internacional persistem

Continuidade no cenário internacional. Os dados mais recentes sugerem que a dinâmica registada no final do ano passado se mantém. A economia americana continua, assim, a mostrar uma notável capacidade de crescimento, enquanto a Zona Euro ainda não encontrou o impulso necessário para afastar definitivamente o espectro da recessão. Entretanto, na China, os problemas do sector imobiliário obrigam à aplicação de várias medidas para limitar o seu impacto no crescimento da economia no seu conjunto.

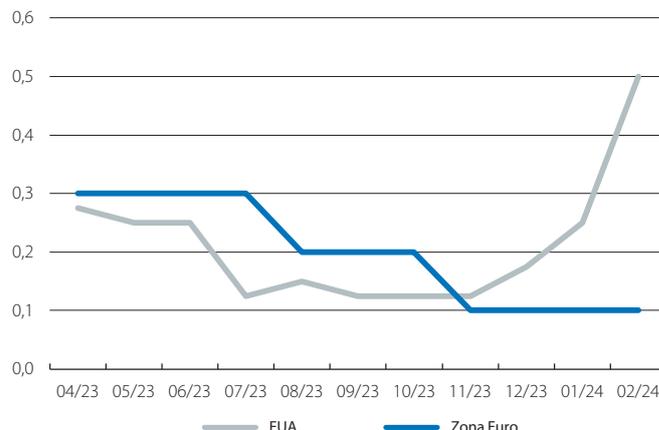
A Zona Euro começa o ano com fracas perspetivas. De facto, os PMI de fevereiro confirmam que a atividade continua bastante lenta (índice composto +1 ponto para 48,9, abaixo do limiar de 50, que indica crescimento), penalizada pelas dificuldades na indústria e pela falta de dinamismo no sector dos serviços. O índice de sentimento económico registou a sua segunda queda consecutiva em fevereiro (-0,7 pontos para 95,4, longe dos 100, o que indica um crescimento próximo da média histórica), principalmente devido à deterioração do sector dos serviços. Uma vez que o comportamento destes indicadores sugere que, nos primeiros tempos de 2024, a Zona Euro continua com a falta de dinâmica que a caracterizou em 2023, tudo leva a crer que, mais uma vez, a economia estagnar-se-á no 1T, não sendo ainda de excluir uma quebra de atividade.

A Alemanha concentra as piores perspetivas e os maiores riscos. O PIB da maior economia da Zona Euro já fechou 2023 em queda (-0,3% em termos trimestrais no 4T) e corre o risco de começar 2024 também em queda, como alerta o Bundesbank. Efetivamente, em fevereiro, o PMI composto caiu para 46,1 pontos, arrastado por um sector industrial que se encontra em território contracionista há 20 meses consecutivos e um PMI de serviços que, em fevereiro, se encontrava abaixo dos 50 pontos há cinco meses consecutivos. Os baixos níveis do Ifo em fevereiro (85,5, em comparação com o valor compatível de 100, com um crescimento próximo da sua média de longo prazo) e uma confiança dos consumidores que permanece em mínimos apontam para um primeiro trimestre com poucas surpresas positivas. No que diz respeito à França e à Itália, vários indicadores do clima empresarial sugerem que a situação é um pouco melhor do que na Alemanha, mas mantêm-se em fevereiro em valores compatíveis com uma atividade praticamente estagnada. A inflação na Zona Euro diminuiu ligeiramente em fevereiro, num contexto de fraca atividade económica (2,6% e 3,1%, respetivamente).

EUA um forte início de ano. As expectativas para a economia continuam bastante positivas e não são alteradas pelo fraco desempenho de alguns indicadores em janeiro. A este respeito, as quedas das vendas a retalho em janeiro (-0,8% mês a mês vs. +0,4% anteriormente) e a produção industrial (-0,1% vs. 0,0%) explicam-se em grande parte por condições climáticas bastante adversas. Além disso, a queda acentuada das encomendas de bens duradouros em janeiro (-6,1% vs. -0,3%) deve-se a uma descida das encomendas de bens de transporte (as encomendas de aviões comerciais caíram quase 60%), enquanto as encomendas de bens de capital não destinados à defesa (proxy do investimento em bens de capital) cresceram 0,8%. Consequentemente,

Global: previsão de crescimento do PIB no 1T 2024 *

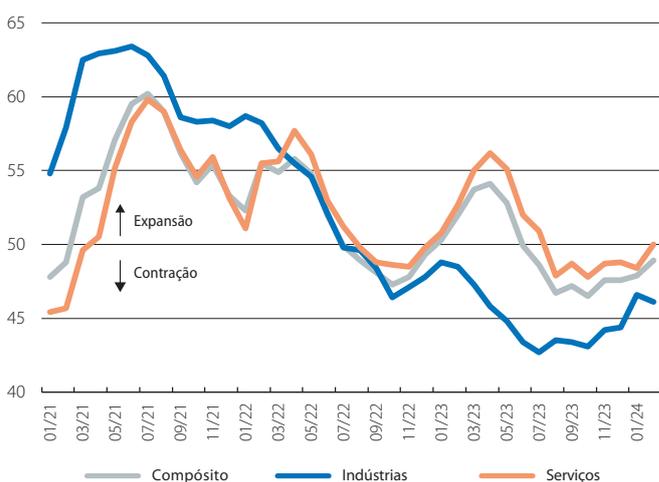
Varição trimestral (%)



Nota: * Média das previsões de consenso da Reuters.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eikon.

Zona Euro: PMI

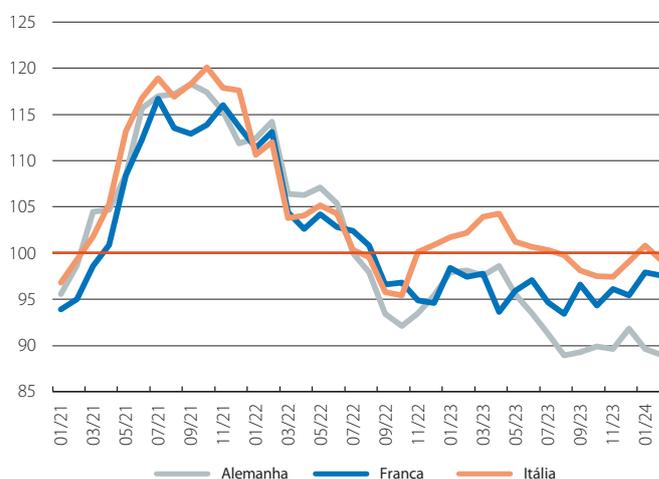
Índice



Fonte: BPI Research, a partir de dados de PMI Markit.

Zona Euro: sentimento económico

Índice (100 = média desde 2000)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

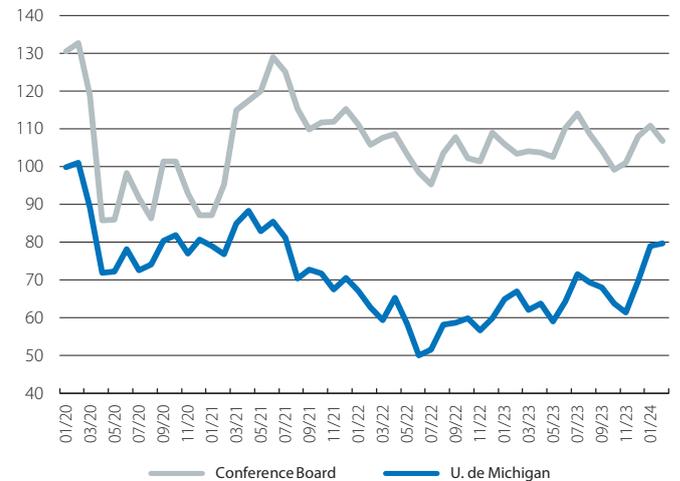
este fraco início de ano não implica que estejamos no início de uma mudança abrupta de tendência. Os PMI de fevereiro situaram-se, de facto, confortavelmente acima do limiar dos 50 pontos, o que aponta para um crescimento, tanto a nível agregado (51,4) como na indústria transformadora (51,5) e nos serviços (51,3). Relativamente às despesas das famílias, o índice de confiança dos consumidores do Conference Board, apesar de uma queda em fevereiro (106,7 vs. 110,9), revela uma média de janeiro-fevereiro claramente superior à média do trimestre anterior. O mercado de trabalho ainda dinâmico (foram criados 353.000 postos de trabalho em janeiro, com a taxa de desemprego a manter-se em 3,6%) sustenta que as despesas das famílias permanecerão robustas a curto prazo.

A descida da inflação nos EUA é muito gradual. Em contrapartida, a situação do sector residencial do lado da procura está a melhorar timidamente. Por conseguinte, as vendas de habitações em segunda mão aumentaram 3,1% em janeiro, para 4,0 milhões de unidades em termos anualizados, e as vendas de habitações novas aumentaram 1,5% em janeiro, para 661 mil unidades em termos anualizados. Estes valores continuam, no entanto, a ser inferiores em 25% e 6,5%, respetivamente, à sua média de longo prazo pré-COVID, o que dá uma ideia da margem de manobra para melhorar à medida que as taxas de juro a 30 anos (a principal referência aplicada às hipotecas) se aproximam do cenário de taxas para os EUA. Num contexto de dinamismo económico, a inflação está a diminuir, mas mais lentamente do que nos trimestres anteriores, devido à resistência da componente de *shelter* (que pesa mais de 35% do IPC global): em janeiro, a inflação global diminuiu 0,3 p.p. para 3,1% e a inflação subjacente manteve-se inalterada em 3,9%. Os indícios de robustez da economia norte-americana, juntamente com a lenta correção da inflação, explicam os fortes movimentos dos mercados financeiros nas últimas semanas e os ajustamentos nas expectativas do mercado quanto ao momento da primeira redução das taxas de juro da Fed em mais de dois anos (ver condições de mercado).

O sector residencial da China é um grande entrave à sua economia. A celebração do Ano Novo Lunar chinês (ANL) afeta a divulgação dos indicadores mensais, limitando a nossa capacidade de analisar a economia chinesa no início do ano. Entre os poucos indicadores disponíveis, os relacionados com as despesas domésticas durante as férias da ANL, como as vendas a retalho ou as despesas de restauração, cresceram uns robustos 8,5% em termos homólogos. No entanto, os problemas no sector residencial persistem: as vendas de habitações caíram 35% em janeiro, em termos homólogos, aumentando ainda mais as já elevadas existências de habitações e exercendo uma pressão descendente sobre os preços das habitações, que caíram 1,2% em janeiro, em termos homólogos (-0,9% anteriormente). O PMI composto oficial permaneceu estável em 50,9 em fevereiro, apenas marginalmente na zona de expansão. Assim sendo, o Banco Popular da China continua a tomar medidas para estimular o crédito (a taxa hipotecária de referência foi reduzida em 150 p.b. desde o ano passado) e para aumentar a liquidez do sistema, reduzindo o coeficiente de liquidez. Contudo, para além dos problemas no sector residencial, existe o impacto negativo que o agravamento da situação deflacionária da economia pode ter nas decisões de consumo e investimento: em janeiro, a variação homóloga dos preços no consumidor foi de -0,8% (-0,3% anteriormente) e a dos preços no produtor foi de -2,5% (-2,7% anteriormente).

EUA: confiança do consumidor

Índice



Fonte: BPI Research, com base em dados do Conference Board e da Universidade de Michigan.

EUA: vendas de habitação* e taxas de juro

(Milhares de unidades anualizadas)

(%)



Nota: * Habitações novas e em segunda mão.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Census Bureau, da National Association of Realtors e da Freddie Mac.

China: evolução dos preços

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Gabinete Nacional de Estatística da China.

A última milha da inflação nos EUA

Entre os elementos fundamentais do nosso novo cenário para as economias internacional e norte-americana está a expectativa de que os bancos centrais comecem a reduzir as taxas de juro em meados de 2024. Esta flexibilização da política monetária está, no entanto, condicionada à continuação da descida da inflação para 2%, uma trajetória que não está isenta de turbulências, que não será necessariamente rápida e que foi apelidada de «a última milha». Relativamente ao caso dos EUA, que elementos ajudarão a atingir os 2%?

A inflação global nos EUA situou-se em 3,1% em janeiro (menos 0,3 p. p. do que em dezembro e menos 1,0 p. p. do que a média de 2023), enquanto a inflação subjacente, que exclui energia e alimentos, se manteve em 3,9% (4,8% em 2023). Estes valores são ainda um pouco mais elevados do que a Fed gostaria, mas há vários indicadores e nuances que apontam para uma moderação das pressões inflacionistas superior ao que o valor de 3,1% sugere.

A fim de analisar as pressões inflacionistas mais imediatas, o chamado *momentum*¹ da inflação é útil, uma vez que nos indica qual seria a inflação homóloga se as pressões inflacionistas dos últimos três meses se mantivessem durante 12 meses. Por conseguinte, como se pode ver no primeiro gráfico, o *momentum* da inflação subjacente afastou-se de níveis superiores a 5% e situou-se em 3,6% em janeiro. Aparentemente, este valor continua a ser elevado e aponta para uma persistência da inflação indesejavelmente elevada. Porém, o gráfico ajuda-nos a identificar três fases do processo inflacionista e, através desta análise, podemos ter um bom presságio para os próximos meses.

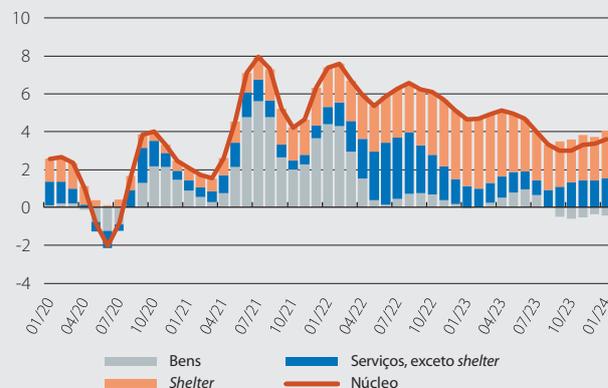
Na primeira fase do ciclo, entre meados de 2021 e o início de 2022, foram os bens que fizeram subir a inflação, em resultado de estrangulamentos nas cadeias de abastecimento mundiais e do aumento dos preços da energia e de outras matérias-primas. Estas pressões inflacionistas não só se dissiparam, como os preços dos ativos estão a exercer uma pressão deflacionista. Posteriormente, em meados de 2022, a inflação nos EUA recebeu um novo impulso dos serviços, refletindo, sobretudo, o dinamismo do mercado de trabalho, a poupança acumulada nos meses anteriores e as alterações nos padrões de consumo após a reabertura (ver segundo gráfico). Desde o início de 2023, porém, este elemento também deixou de ser uma fonte de pressões inflacionistas preocupantes, com uma contribuição para o *momentum* semelhante à registada antes da pandemia.

Portanto, desde o final de 2022, estamos numa terceira fase em que o *shelter* (ou habitação), que pesa 35% do

1. A variação anualizada da média de três meses do IPC corrigido de sazonalidade em relação aos três meses anteriores.

EUA: momentum da inflação subjacente e respetivos fatores contribuintes

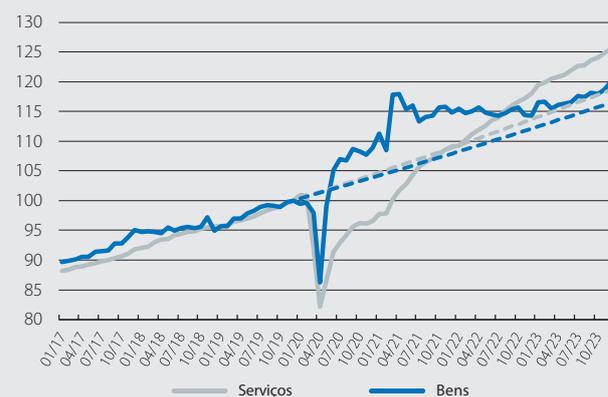
Variação intertrimestral anualizada corrigida de sazonalidade (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics.

EUA: consumo de bens e serviços

Índice (100 = dezembro 2019)



Nota: Em linhas tracejadas, mostramos uma projeção que segue a tendência observada entre 2017 e 2019.

Fonte: BPI Research, a partir de dados das Personal Consumption Expenditures del Bureau of Economic Analysis.

cabaz de consumo e mede os preços das rendas (reais e imputadas), está a ser o principal contribuinte para a inflação elevada. O seu *momentum* é atualmente de 5,5% e a sua inflação anual é de 6,1%, níveis que estão a surpreender os analistas pela positiva. Mais ainda, a sua contribuição para o *momentum* da inflação subjacente foi de 2,5 p.p. no final de 2023, enquanto a sua contribuição média entre 2012 e 2019 foi de 1,3 p.p., pelo que, se estes valores fossem normalizados, veríamos o *momentum* da inflação subjacente em 2,4%, muito mais próximo do objetivo da Fed. Conforme explicámos num artigo anterior,² o preço das rendas, medido por indicadores alternativos aos do Bureau of Labor Statistics (por exemplo, o índice de preços de rendas da Zillow), está a cair acentuadamente, o que, mais cedo ou mais tarde, deverá traduzir-

2. Ver «A importância das rendas na inflação dos EUA» no IM09/2023.

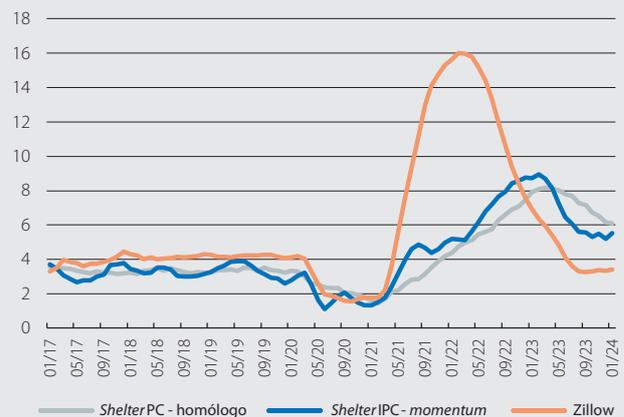
se em taxas de inflação mais baixas do *shelter*. De facto, de acordo com o relatório do Joint Center for Housing Studies da Universidade de Harvard, o abrandamento do mercado de arrendamento é notável e parece que vai continuar nos próximos meses. Salientam que o preço dos novos arrendamentos cresceu apenas 0,2% em termos homólogos no 4T, longe dos +15,3% registados no início de 2022, e que dos 150 mercados de arrendamento que monitorizam, apenas 8 registaram aumentos homólogos superiores a 5% nesse trimestre (146 mercados no 1T 2022, com 25 a reportarem aumentos superiores a 20%).³ Tudo isto permite-nos ser otimistas quanto à evolução do *shelter* e, como disse o presidente da Fed, Jerome Powell, em janeiro, não há dúvida de que esta dinâmica de flexibilização no mercado de arrendamento acabará por ser transmitida às medidas oficiais de inflação. A incerteza reside apenas no quando e no quanto.⁴

No entanto, existem vários riscos em torno desta expectativa de moderação da inflação. Primeiramente, embora a contribuição dos serviços, excluindo o *shelter*, tenha normalizado a partir da tensão registada em meados de 2022 (o segundo elemento acima mencionado), os últimos números desde novembro não permitem que a Fed seja complacente. Em particular, os serviços excluindo o *shelter* evoluíram de um *momentum* médio de 3% no 3T 2023 para 5,4% em janeiro. Como o preço dos serviços está mais estreitamente ligado à evolução dos salários do que o de certos bens, as expectativas de que o mercado de trabalho se manterá robusto em 2024 tornam urgente não assumir que a trajetória da inflação para 2% será linear e sem obstáculos. Em segundo lugar, existe uma importante fonte de risco na situação geopolítica e, embora as implicações económicas dos conflitos ativos sejam, por enquanto, limitadas (as implicações humanitárias não o são), tanto os preços do transporte marítimo de contentores como os preços de outros produtos de base (por exemplo, petróleo, gás ou outros materiais industriais) podem tornar-se tensos face a uma escalada dos conflitos e, num cenário de risco, fazer subir novamente a inflação. Finalmente, a robustez da procura interna dos EUA, não só devido ao consumo das famílias, mas também devido aos atuais défices orçamentais, que provavelmente continuarão, seja qual for o vencedor das eleições presidenciais de 5 de novembro, aconselha prudência quando se trata de pôr fim à luta contra a inflação.

Apesar de todas estas incertezas, o processo de desinflação avançou fortemente em 2023 e, em princípio, deverá continuar em 2024, se os riscos acima referidos não se concretizarem. Além disso, é de recordar que o objetivo de inflação da Fed não se refere ao IPC, mas sim às *Personal*

EUA: preços da renda

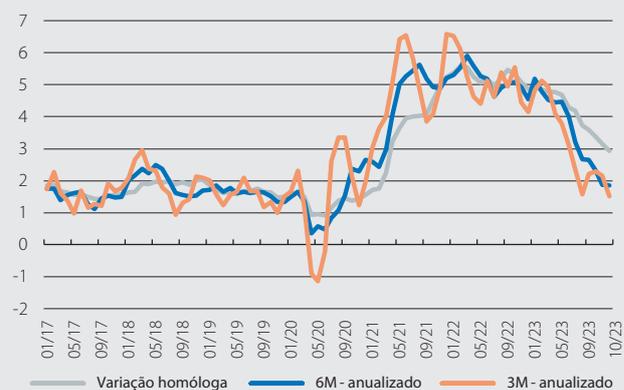
Varição homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e Zillow.

EUA: inflação das Personal Consumption Expenditures

(%)



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

Consumption Expenditures (PCE) e a sua inflação foi de 2,4% em janeiro (menos 0,7 p.p. do que o IPC, em grande parte devido ao menor peso do *shelter* no PCE, inferior a 15%). Acresce que, em dezembro, o *momentum* do PCE já se encontrava abaixo dos 2%, uma métrica que a Fed costuma apontar como um bom indicador das pressões inflacionistas. Isto abre-lhe a porta para começar a baixar as taxas de juro. À semelhança do que referimos relativamente ao *shelter*, a incerteza não é tanto se a Fed os vai baixar, mas quando e em que medida.

3. Ver «America's rental housing 2024», Joint Center for Housing Studies.
4. *We think that's coming, and we know it's coming. It's just a question of when and, and how big it'll be.* Transcrição da conferência de imprensa da reunião do FOMC de 30-31 de janeiro de 2024.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Atividade									
PIB real	5,8	1,9	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	5,9	3,2	2,3	1,2	5,6	2,2	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	105,5	106,1	104,5	103,7	108,0	110,9	106,7
Produção industrial	4,4	3,4	1,3	1,0	0,9	0,5	1,2	0,0	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	48,3	47,8	47,2	47,1	47,1	49,1	47,8
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.375	1.378	1.385	1.388	1.562	1.331	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	307	303	302	302	303	321,7	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	60,1	60,2	60,3	60,3	60,1	60,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,6	–3,5	–3,2	–3,1	–2,8	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	6,7	6,3	5,8	5,3	3,4	3,1	...
Taxa de inflação núcleo	3,6	6,2	5,7	5,6	5,6	5,5	3,9	3,9	...

JAPÃO

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Atividade									
PIB real	2,6	1,0	2,6	2,3	1,7	1,0	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	30,7	31,2	32,2	33,5	37,2	38,0	39,1
Produção industrial	5,8	0,0	–1,8	–1,8	–2,0	–0,7	0,6	–3,2	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	1,0	5,0	9,0	12,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–4,0	–4,0	–3,9	–3,9	–1,6	–1,3	...
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	4,1	3,9	3,6	3,4	2,6	2,1	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	3,0	3,2	3,5	3,8	3,7	3,5	...

CHINA

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	...
Vendas a retalho	12,4	–0,8	5,8	10,7	4,2	8,3	7,4	...	...
Produção industrial	9,3	3,4	3,2	4,5	4,2	6,0	6,8	...	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	51,5	49,0	49,7	49,3	49,0	49,2	49,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	899	948	946	901	...	868,8	...	...
Exportações	30,0	7,1	0,1	–5,4	–10,8	...	–0,8	...	...
Importações	30,0	0,7	–7,2	–7,0	–8,5	...	0,2	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,3	–0,8	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2	7,2	7,1	7,2	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	5,4	1,0	-2,6	-1,9	-1,8	-0,7	-0,8	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	9,8	2,3	0,3	-1,2	-4,7	-3,6	1,2	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-15,1	-16,1	-15,5
Sentimento económico	111,2	102,1	96,5	96,5	96,5	96,5	96,4	96,1	95,4
PMI indústrias	60,2	52,1	48,2	44,7	43,2	43,9	44,4	46,6	46,5
PMI serviços	54,4	52,1	52,8	54,4	49,2	48,4	48,8	48,4	50,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,5	...	1,6	1,4	1,3	1,2	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,6	6,5	6,5	...	6,5	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,0	2,9	3,0	3,0	...	3,1	3,1	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,1	7,4	7,4	...	7,6	7,5	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	7,9	7,7	7,6	...	7,2	7,2	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	6,1	3,5	1,3	0,6	0,0	0,1	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	3,3	1,9	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	6,8	2,6	0,9	1,2	0,6	0,7	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	8,6	4,2	2,3	0,6	0,5	0,6	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Inflação geral	2,6	8,4	8,0	6,2	5,0	2,7	2,9	2,8	2,6
Inflação núcleo	1,5	3,9	5,5	5,5	5,1	3,7	3,4	3,3	3,1

Setor externo

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Balança corrente	3,1	-0,6	-0,4	0,3	2,0	4,5	4,5	...	...
Alemanha	7,7	4,4	4,6	5,3	8,6	14,0	14,0	...	...
França	0,4	-2,0	-1,9	-1,8	-1,9	-2,5	-2,5	...	...
Itália	2,4	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	0,3	0,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,9	93,4	94,6	95,9	95,1	94,8	95,1	94,8

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	5,7	3,9	1,0	0,1	0,5	0,2	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	3,2	2,1	1,0	0,5	0,4	0,3	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	3,8	4,5	5,0	5,2	5,2	5,1	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	3,7	4,3	4,7	4,9	4,9	4,8	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,8	6,3	-3,9	-8,1	-11,3	-10,7	-9,7	-9,9	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	17,6	22,5	23,2	21,0	20,9	19,8	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	19,4	22,0	20,4	19,9	19,5	22,5	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	1,9	2,5	3,0	3,3	3,3	3,2	...

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

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

Cenário ajustado, com sinais de resiliência a persistirem

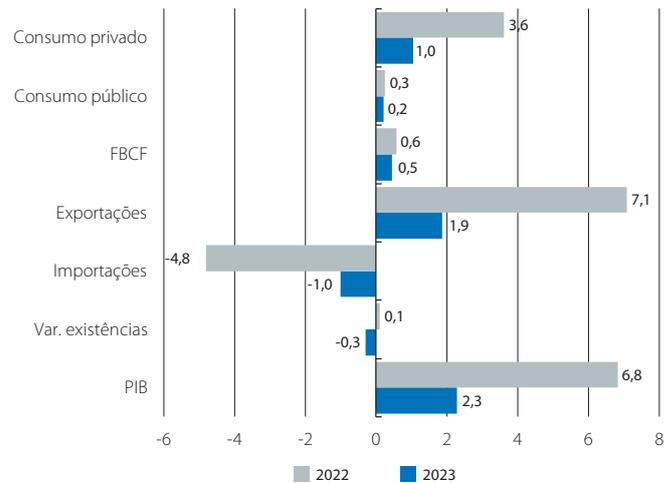
Crescimento da economia de 2,3% em 2023 foi confirmado. A procura interna contribuiu com 1,4 pontos percentuais para o crescimento do PIB real, com o consumo a contribuir com 1 p.p. e a FBCF com 0,5 p.p. O consumo privado avançou 1,6% no ano, com os bens duradouros ainda muito influenciados pela recuperação das vendas de automóveis. A FBCF avançou 2,4% com aceleração do investimento em material de transporte (+18,7%) e crescimento de 4,2% no investimento em máquinas e equipamentos. O contributo da procura externa foi de 0,9 pontos percentuais, resultado do crescimento de 4,2% das exportações, com as de serviços a continuarem a crescer a dois dígitos (10,6%) e as de bens a desacelerarem para 1,1%, via crescimento débil em alguns dos principais parceiros comerciais. As importações avançaram 2,2%, as de bens 1,6% e as de serviços 5,4%. No setor externo, salienta-se a melhoria dos termos de troca, resultado da queda do deflator implícito das importações (-4,0%), muito influenciado pelo comportamento dos preços dos bens energéticos que recuaram de forma expressiva face a 2022. O deflator das exportações também desacelerou, mas manteve-se positivo (0,7%), contribuindo para a melhoria dos termos de troca. O resultado final de 2023 e a expectativa de que 2024 será marcado por uma tendência de menos para mais, resultado do impacto que a desinflação terá na política monetária do BCE, levou-nos a rever de 1,8% para 1,6% o crescimento esperado para 2024. Os primeiros indicadores para 2024 sugerem crescimento mais moderado no 1T. O indicador diário de atividade está a crescer a um ritmo médio de 5,1% nos dois primeiros meses do ano (5,5% no 4T); e em fevereiro o sentimento dos agentes económicos continuou a melhorar em praticamente todos os quadrantes – consumo, indústria, construção e comércio – permitindo a recuperação do indicador de sentimento económico para o nível 100 no último mês, nível que sugere expansão moderada da atividade.

A inflação retomou em fevereiro a trajetória descendente. Depois de uma taxa de 2,3% em janeiro, que interrompeu quatro meses consecutivos de descidas, a inflação em fevereiro situou-se nos 2,1%. Este movimento foi acompanhado pela inflação subjacente (2,2%, depois de 2,4% em janeiro). Em termos mensais, o aumento dos preços foi muito modesto (0,06% no IPC Global e 0,07% no IPC subjacente), mas reforça a nossa ideia de que a descida da inflação vai processar-se de forma gradual ao longo do ano, não sendo de excluir episódios de subida. Por componentes, a inflação dos produtos energéticos foi a que mais aumentou (4,2% homóloga; 1,7% mensal), por aumento dos combustíveis no retalho nacional. Por outro lado, os preços dos alimentos não transformados recuaram -0,88% em fevereiro, não obstante o final da medida IVA zero no mês anterior.

A atratividade do mercado de trabalho português veio para ficar? No conjunto do ano de 2023, o emprego voltou a crescer em torno dos 2%, semelhante aos dois anos anteriores, com o número de pessoas empregadas a atingir o nível mais elevado desde 2008. Mais de metade do aumento do emprego ocorreu na construção e no alojamento & restauração. Contudo, a taxa de desemprego aumentou ligeiramente (de 6,2% em 2022 para 6,5% em 2023), dado aumento dos desempregados de 8,6%, para o nível mais elevado desde 2010. De facto, verifica-se que a capacidade de o emprego absorver a crescente população ativa (em 2023, aumentou 2,4%, ou seja, quase mais 125.000 pessoas)

PIB e contributo das componentes

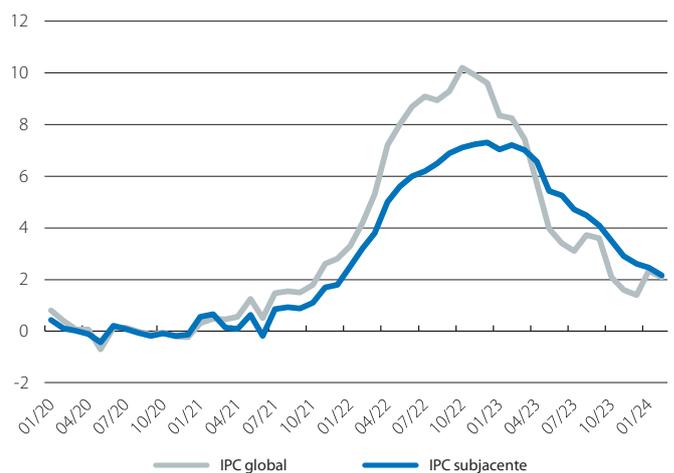
Variação anual e contributo em p. p.



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

IPC

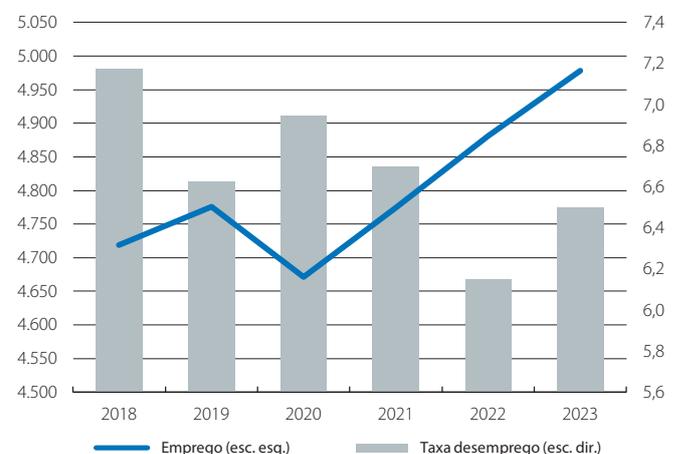
Var. homóloga (%)



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

Evolução do emprego e da taxa de desemprego anual

(Milhões de indivíduos) (%)



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

tem perdido vigor. Este contexto deverá manter-se ao longo de 2024: o emprego continuará a evoluir de forma positiva, mas a um ritmo mais lento do que nos últimos três anos. A desaceleração da atividade económica esperada para 2024, a incerteza que ainda prevalece (em termos económicos, financeiros e geopolíticos) e os custos ainda elevados deverão restringir a capacidade de contratação das empresas, atenuado pela escassez de mão-de-obra. Entretanto, a taxa de desemprego estabilizou em janeiro em 6,5%, com o emprego a crescer para o valor mensal mais elevado desde o início da série (1998).

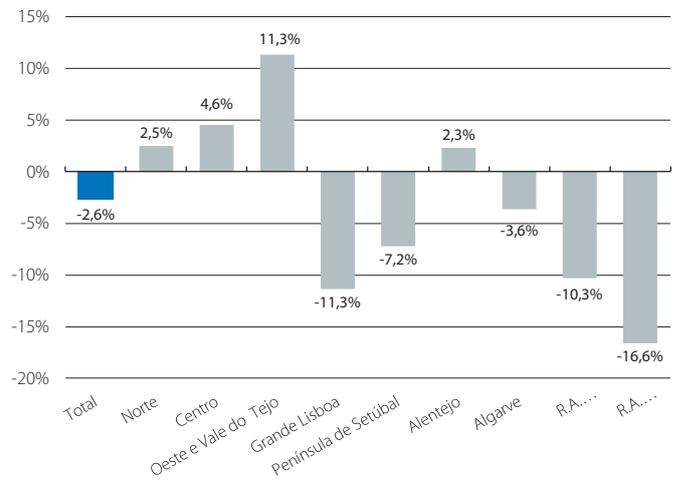
Turismo arranca em 2024 com 1,5 milhões de hóspedes e 3,5 milhões de dormidas no mês de janeiro. Isto representa um incremento nos turistas de 1,8% e um recuo nas dormidas de 0,1% face a janeiro de 2023. Este comportamento modesto é sobretudo explicado pela dinâmica do turismo de residentes, que enfraqueceu. De facto, em termos homólogos anuais os turistas residentes foram -1% e as dormidas de residentes -2,6%, sendo de destacar um recuo muito significativo das dormidas na Grande Lisboa (-11%) e na RA Madeira (-17%). Não obstante esta moderação, os números de janeiro continuam a tendência observada em 2023 de superação dos níveis pré-pandemia (+16% nos hóspedes e +18,6% nas dormidas). Para 2024 esperamos novo crescimento do setor, mas mais contido. O nosso cenário central afasta a recessão na Zona Euro (principal mercado emissor de turistas para Portugal), e isso continuará a suportar o crescimento do setor conjuntamente com alguma recuperação de poder de compra. Contudo, o efeito de rebound pós-pandemia está esgotado e não haverá contributo de eventos *one-off* como em 2023 (Jornadas Mundiais da Juventude).

Balança corrente encerra 2023 com excedente equivalente a 1,4% do PIB, o nível mais elevado desde março de 2017, interrompendo um ciclo de 3 anos de défice. Face a 2022, quando a balança corrente registou um défice de 1,1% do PIB, as principais correções ocorreram na balança energética (défice encolheu 2,1 p.p. para 2,7%) e incremento dos excedentes na balança de serviços, tanto turismo (+7,1% do PIB, aumento de 7 décimas) como restantes serviços (+3,5% do PIB, melhoria de 9 décimas). Apenas a balança de bens não energéticos piorou, passando de um défice de 6,1% do PIB em 2022 para -6,7% em 2023. Por fim, a balança de capital registou um excedente de 1,4% do PIB (0,9% em 2022), beneficiando dos fundos recebidos ao abrigo do NGEU, contribuindo para uma capacidade de financiamento face ao exterior de 2,7% do PIB.

A carteira de crédito continua a cair com o agravamento dos custos de financiamento, mas o crédito vencido não se deteriora. A carteira de crédito ao sector privado não financeiro continuou a encolher em janeiro: -1,4%. A redução foi generalizada à carteira de crédito à habitação (-1,4%) e empresas (-2,5%), enquanto no crédito ao consumo acelerou (de 2,0% em dezembro para 3,8% em janeiro). Esta dinâmica concorre com a evolução dos custos de financiamento, como é ilustrado pela evolução da taxa de juro implícita dos contratos de crédito à habitação: em janeiro, aumentou 0,06 p.p., para 4,657% (a mais elevada desde março 2009), ainda assim a um ritmo inferior ao observado em 2023 (aumentos médios mensais de 0,22 p.p.). Isto reflete-se num aumento da prestação média mensal menos acentuado do que o verificado na segunda metade de 2023; ainda assim, a prestação aumentou 89 euros em termos homólogos, para 404 euros. Apesar desta trajetória, o crédito vencido mantém uma trajetória descendente: no caso da habitação e do consumo está perto de valores mínimos (0,2% e 2,7%, respetivamente) e ligeiramente acima no caso das empresas (2,0%).

Dormidas de residentes por região

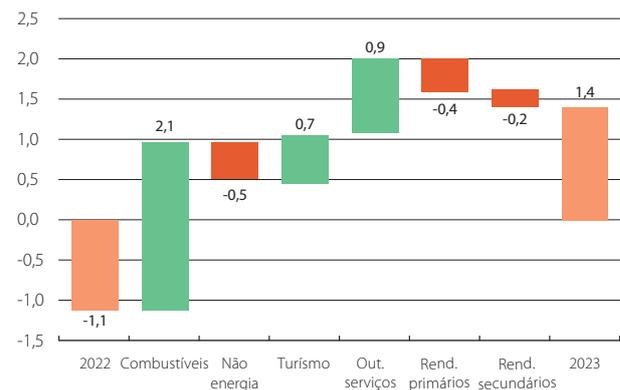
Var. janeiro 2024 vs. janeiro 2023



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

Evolução da balança corrente

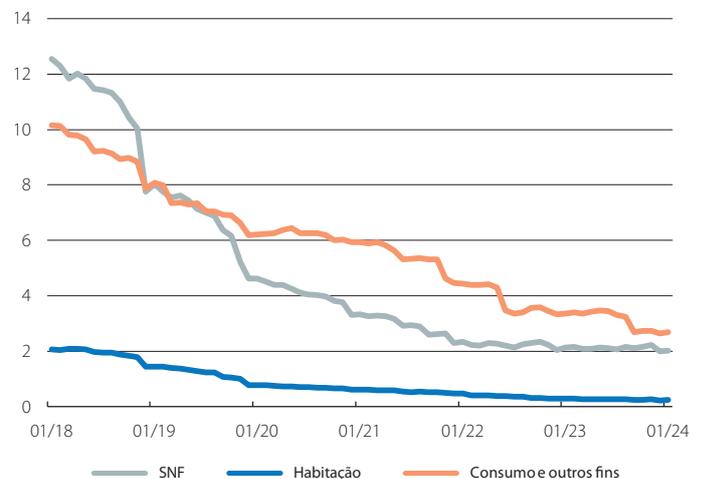
% do PIB e variações em p. p.



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

Rácio de empréstimos vencidos, por segmento

(%)



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

Ano novo, novas regras orçamentais europeias: Portugal em foco

Perante um contexto pautado por enormes desafios, níveis de dívida pública substancialmente superiores ao registados no passado recente e a enorme complexidade apontada ao anterior quadro regulamentar orçamental, a Comissão Europeia (CE) avançou com uma nova proposta para as regras orçamentais. Este artigo pretende compreender como é que Portugal se posiciona no cumprimento destas novas regras.

Parte 1: compreender o contexto – de onde partimos

As regras fiscais da União Europeia nascem da necessidade de coordenar as distintas políticas fiscais dos Estados-Membros e garantir contas públicas sólidas e a sustentabilidade da dívida pública. Neste contexto, nasceu, em 1997, o Pacto de Estabilidade e Crescimento, que instituiu dois principais objetivos: défice orçamental abaixo de 3% do PIB e o rácio de dívida pública não deve exceder os 60% do PIB.

As regras para cumprir com estes objetivos foram objeto de inúmeras alterações ao longo dos últimos anos, mas, aquando a sua suspensão, em 2020 (em contexto da pandemia), incluía duas vertentes: i) o braço preventivo (com o foco no objetivo de médio prazo e nos programas de estabilidade, aplicado aos países que cumprem as regras de défice e dívida);¹ e ii) o braço corretivo (cujo objetivo passa por corrigir os elevados défices e/ou rácio de dívida pública, no âmbito do Procedimento por Défices Excessivos).

Parte 1: compreender o contexto – O que justifica a recente alteração das regras orçamentais?

A pandemia de COVID-19, o despoletar da guerra na Ucrânia e a consequente necessidade de apoiar famílias e empresas aquando o agravamento acentuado dos preços de alguns bens (nomeadamente a energia) contribuíram para um agravamento expressivo dos rácios de dívida pública dos Estados-Membros (ver tabela). Adicionalmente, os novos desafios (transição climática e digital, necessidade de aumento da despesa com a defesa) vieram juntar-se a outros mais antigos (envelhecimento da população europeia e aumento da competitividade).

A par destes desafios e contexto, as críticas apontavam para uma enorme complexidade das anteriores regras orçamentais.

1. A abordagem utiliza dois pilares: i) cada país teria de garantir a convergência para um determinado Objetivo de Médio Prazo, definido pelo saldo estrutural; e ii) o crescimento da despesa líquida não deveria exceder o crescimento do PIB potencial. Adicionalmente, o rácio de dívida pública deveria convergir para os 60% do PIB, o que implicava reduzir o gap em 1/20 por ano, em média, durante 3 anos.

Rácio de dívida pública nos países da Zona Euro

	2019	2020	2021	2022	Δ 2022 vs. 2019
Zona Euro	84,1	97,2	94,7	90,9	6,8
Irlanda	57,1	58,1	54,4	44,4	-12,7
Grécia	180,6	207	195	172,6	-8
Chipre	93	114,9	99,3	85,6	-7,4
Portugal	116,6	134,9	124,5	112,4	-4,2
Croácia	70,9	86,8	78,1	68,2	-2,7
Países Baixos	48,6	54,7	51,7	50,1	1,5
Luxemburgo	22,4	24,6	24,5	24,7	2,3
Lituânia	35,8	46,2	43,4	38,1	2,3
Letónia	36,7	42,2	44	41	4,3
Alemanha	59,6	68,8	69	66,1	6,5
Bélgica	97,6	111,8	108	104,3	6,7
Eslovénia	65,4	79,6	74,4	72,3	6,9
Itália	134,2	154,9	147,1	141,7	7,5
Áustria	70,6	83	82,5	78,4	7,8
Finlândia	64,9	74,7	72,5	73,3	8,4
Eslováquia	48	58,9	61,1	57,8	9,8
Estónia	8,5	18,6	17,8	18,5	10
Malta	40	52,2	54	52,3	12,3
Espanha	98,2	120,3	116,8	111,6	13,4
França	97,4	114,6	112,9	111,8	14,4

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

Parte 1: compreender o contexto – as novas regras orçamentais

As novas regras fiscais têm como objetivo a reformulação do braço preventivo do PEC, mantendo inalterados os referenciais de défice e dívida. Ainda falta concluir alguns passos para o novo quadro entrar em vigor, mas espera-se que os orçamentos de estado para 2025 sejam desenhados na base das novas regras.

A nova abordagem terá em conta as especificidades de cada país, tendo em conta a heterogeneidade das posições fiscais, nível de dívida pública e desafios económicos. Neste contexto, cada Estado-Membro terá de apresentar um plano orçamental estrutural de médio prazo (que irá substituir o atual Programa de Estabilidade e Crescimento), com um período temporal de 4 anos.²

A monitorização da despesa líquida primária³ permitirá avaliar se o país está em linha com a redução da dívida

2. O prazo pode ser estendido até 7 anos se forem apresentados planos de reformas e investimento que favoreçam o crescimento.

3. Inclui despesa líquida de medidas de receita discricionária (medidas tomadas deliberadamente) e excluindo gastos com juros, despesas com desemprego cíclico, despesas em programas da UE inteiramente financiadas com fundos europeus e despesas *one-off* e outras temporárias.

pública e a sustentabilidade das contas públicas. Cabe à CE transmitir aos Estados-Membros que não cumpram os requisitos de défice e dívida informação sobre a trajetória técnica para a despesa, de forma a garantir que, no final do período, a dívida pública está numa clara trajetória descendente ou se mantém em níveis prudentes, mesmo num cenário adverso, e que o défice fica sustentadamente abaixo dos 3%.

Apesar da maior flexibilidade, mantém-se alguma exigência com a introdução de duas salvaguardas. A primeira tem a ver com a sustentabilidade da dívida, que exige uma redução média anual da dívida pública de, no mínimo, 1 p.p. caso o rácio supere os 90% do PIB, ou de 0,5 p.p. caso o rácio esteja entre 60%-90%. A segunda tem a ver com a resiliência do défice, que obriga a uma margem estrutural mínima de 1,5% do PIB para os países com défice orçamental, de forma a garantir que têm espaço de manobra para fazer face a eventos inesperados sem quebrar a marca dos 3% de défice.

Parte 2: as novas regras orçamentais no contexto português

Neste novo contexto, estimamos que Portugal terá de atingir um saldo primário excedentário em torno de 1% no médio prazo para cumprir a salvaguarda da resiliência do défice. Esta tem sido a realidade do país nos últimos 9 anos (excluindo o período da pandemia), com um saldo primário médio em torno dos 2% do PIB. Assim sendo, e considerando as perspetivas atuais para as contas públicas do país (a CE estima um saldo primário de 2,4% e 2,3% em 2024 e 2025, respetivamente), o cumprimento desta regra parece assegurado.

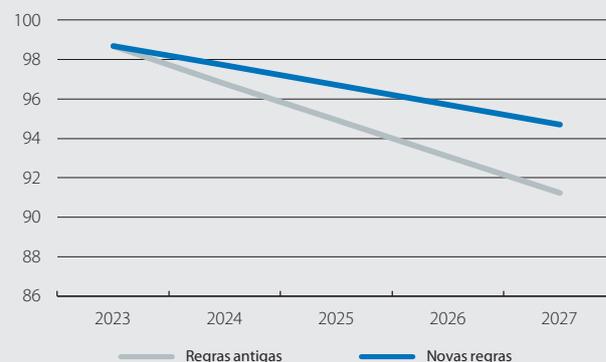
Analisando a salvaguarda da dívida, o novo quadro é menos exigente do que o anterior: considerando que 2023 terminou com um rácio de 98,7% do PIB, o *gap* de 39 p.p. face à meta de 60% do PIB obrigaria a um ajustamento anual de 1,9 p.p. (equivalente a 1/20) de acordo com as anteriores regras orçamentais. Com as novas regras, esse ajustamento mínimo diminui para 1 p.p.

Contudo, nos próximos anos, adivinham-se múltiplos desafios. De facto, é esperado o regresso a taxas de crescimento económico nominal mais próximas da tendência de longo prazo, ou seja, em torno de 4,5%, em média, nos próximos 4 anos, o que implica que o efeito crescimento real e inflação terá um contributo menor na redução do rácio da dívida pública. De igual modo, inviabiliza, mantendo-se tudo o resto constante, a expressiva arrecadação de receita fiscal que se observou nos últimos dois anos.⁴ Estimamos que, neste contexto, a receita fiscal cresça, em média, ligeiramente acima dos 4,0% por ano nos próximos 4 anos (face a um aumento médio de cerca de 13% em 2022-2023). Este cenário, mantendo-se tudo o resto constante, implicaria que o excedente orçamental ronda-

4. De facto, a receita fiscal terá superado o orçamentado em cerca de 10 mil milhões de euros no acumulado dos dois anos.

Portugal: dívida pública de acordo com o ajustamento mínimo exigido pelas regras orçamentais

(% PIB)



Fonte: BPI Research.

ria os 0,6% do PIB entre 2024 e 2027, o que, a confirmar-se, desobrigaria o país a cumprir com a salvaguarda do défice.

No entanto, a este contexto, junta-se o esperado aumento dos encargos com os juros, à medida que o financiamento antigo, contraído desde 2015, é substituído por novo financiamento (admitindo o cenário em que taxas estabilizam próximo/ligeiramente abaixo dos níveis atuais). Ainda que o aumento dos juros seja excluído das recomendações pelo menos até 2027, num cenário de *stress*, estimamos que a exigência de um saldo primário excedentário poderia aumentar para valores superiores a 1,5%⁵, alcançável num contexto normal, mas mais complicado num cenário de contração económica e agravamento do desemprego (por exemplo, durante a pandemia, o saldo primário médio foi de -1,7%).

Acrescem ainda três desafios específicos de Portugal: o vencimento dos empréstimos da Troika⁶ (que obrigarão a financiamento no mercado a custo incerto), o facto de uma grande parcela da dívida pública (cerca de 17%) ser detida por particulares (que, apesar da maior estabilidade é, também, mais onerosa) e, por último, os ciclos políticos (que podem obrigar a assumir responsabilidades adicionais num contexto de acrescida fragmentação do Parlamento português e necessidade de encontrar convergências).

Em suma, esta nova proposta tira partido da maior flexibilidade, mas, ao mesmo tempo mantém um certo nível de exigência (com as salvaguardas de défice e dívida). Portugal parece, de acordo com as circunstâncias atuais, preparado para cumprir com as novas exigências, não obstante os desafios que defronta a médio prazo.

Vânia Duarte

5. Estimativa aproximada num cenário de crise aguda, por exemplo, um forte choque do lado da oferta.

6. Entre 2025 e 2027, Portugal terá de reembolsar cerca de 16% dos empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, com o maior esforço a concentrar-se entre 2031 e 2033, quando terá de desembolsar quase 40%.

O bilhete de identidade das empresas portuguesas: da natalidade ao investimento

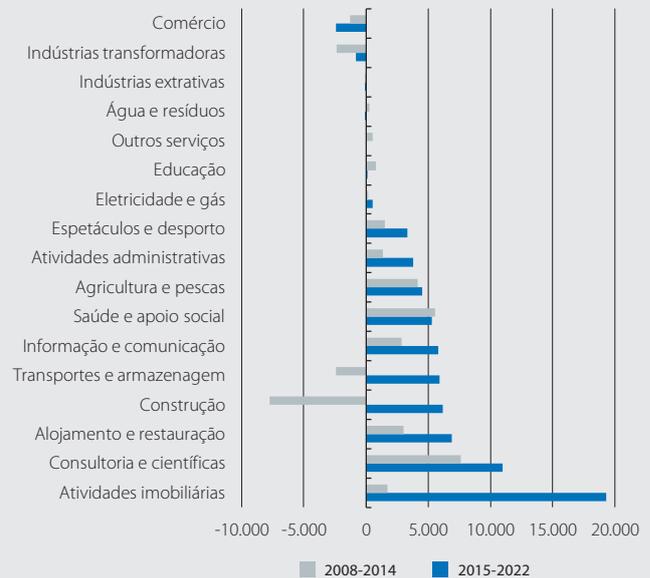
A remuneração do capital é o lucro, mas no porfiar deste objetivo as empresas podem beneficiar a sociedade e a economia de várias maneiras: gerando emprego e inovando, satisfazendo de maneira mais eficiente algumas necessidades de consumo e apoiando a salvaguarda da concorrência, do estado de direito e das instituições. Subjacente a tudo isto está a necessidade de investir o que por vezes implica o recurso a crédito; então, endividamento e investimento são frequentemente duas faces da mesma moeda, um binómio indissociável. Neste artigo, pretendemos caracterizar brevemente as empresas¹ portuguesas e avaliar como tem evoluído este binómio.

Quando falamos de SNF em Portugal é preciso evidenciar que tratamos um universo crescente em número, mas muito atomizado. Com efeito, são mais de 516 mil as SNF no final de 2022 e desde 2009 este número cresce ininterruptamente (eram 377 mil nesse ano). Destas, 89% são Microempresas e apenas 0,3% Grandes Empresas. Apesar disso, as Grandes Empresas empregam 29% das pessoas ao serviço das SNF e geram 38% do VAB. A principal desvantagem apontada a um tecido empresarial desta natureza é uma capacidade limitada de recursos financeiros e de gestão que permita competir com grandes corporações. Por outro lado, empresas mais pequenas têm maior flexibilidade, agilidade na tomada de decisão e na adaptação às mudanças do mercado.

Usualmente quando uma empresa nasce começa por ser de pequena dimensão, isso implica que o empreendedor acredita que pode trazer algo diferenciado ou colmatar uma falha de mercado; o que facilitaria o processo de «destruição criativa».² Ou seja, o elevado e crescente número de Micro e Pequenas Empresas não é necessariamente mau se forem empresas em setores inovadores ou se nasceram integradas num processo de substituição de «empresas zombie». Os dados de Portugal parecem corroborar esta visão mais benigna: entre o pós-troika e 2022 o setor das atividades de Consultoria & Científicas, por natureza com mais inovação e valor acrescentado, foi o segundo com maior criação líquida de empresas.³ Também o setor da construção registou elevada criação líquida de empresas neste período (6.904), mas ainda assim insuficiente para colmatar a destruição líquida (-7.739) que ocorreu durante os anos da crise financeira internacional e da troika. Espera-se que estas novas empresas que «substituíram» as que desapareceram sejam mais robustas em termos financeiros e operacionais. Por outro lado, existem setores em que a criação líquida de empresas foi negativa em ambos os períodos: Comércio, Indústrias extrativas e

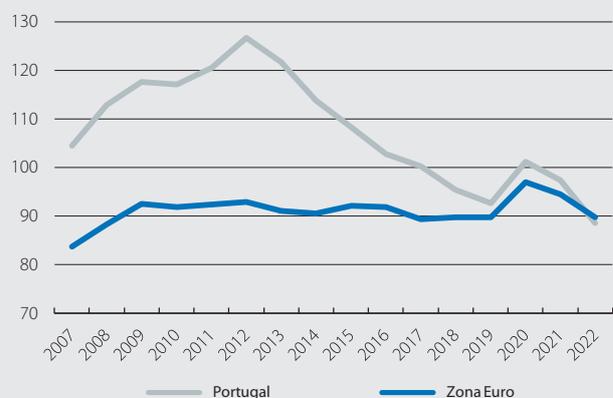
1. Apenas as sociedades não financeiras, i.e., «SNF».
 2. Este famoso conceito da autoria do economista Joseph Schumpeter está, segundo o autor, na essência da dinâmica capitalista e vem normalmente acompanhada do aumento da produtividade do capital e do trabalho.
 3. Neste período o setor com maior criação líquida de empresas foi o das Atividades Imobiliárias e o terceiro o do Alojamento & Restauração, por definição ligados ao dinamismo do Turismo e do fenómeno do Alojamento Local.

Criação líquida de empresas (Número)



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

Divida das SNF (Em % do PIB)



Nota: Dívida SNF = títulos de dívida + empréstimos + créditos comerciais e adiantamentos.
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat.

Indústrias transformadoras. Em relação ao comércio acreditamos que isto pode ser associado no primeiro período a uma verdadeira retração do consumo em contexto de crise económica, elevado desemprego e perda de rendimento das famílias; e no período mais recente a uma alteração dos padrões de consumo, com o evento da pandemia e o intensificar do comércio online. Já no caso das indústrias seria necessário uma análise mais fina de dados por subsector pese embora se possam enquadrar estes números num movimento mais amplo de terciarização da economia. Há também a possibilidade de ter ocorrido alteração de estrutura a favor de empresas maiores, em movimentos de concentração.

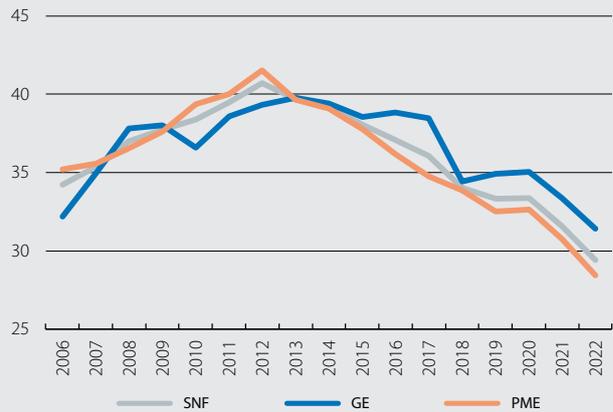
Mas estarão financeiramente mais robustas e menos endividadas as empresas que resistiram e nasceram neste

desafiante ciclo económico? Alguns dados e rácios económico-financeiros parecem corroborar essa tese – apresentamos três. Em primeiro lugar referir que a dívida das SNF (em % do PIB) apresentou uma tendência de declínio a partir de 2012 (segundo gráfico). Desde esse ano e até 2019 as SNF reduziram o peso da dívida face ao PIB em 34 p.p. e seguiram uma trajetória de convergência com a dívida das SNF da Zona Euro. Este ciclo de redução do peso da dívida foi brevemente interrompido no contexto do Covid, associado a medidas de apoio à atividade e ao financiamento de empresas numa altura de vários *lockdowns* com constrangimentos na atividade muito severos em algumas áreas. As empresas estão menos suportadas em dívida e isso é comprovado pelo rácio da percentagem do ativo que é alavancada por Financiamentos Obtidos (terceiro gráfico). Esta tendência é mais clara nas PME e após 2012, cifrando-se em 28% o montante do Ativo alavancado por Financiamentos Obtidos em 2022 (chegou a ser acima de 40%). Em terceiro lugar olhamos para a proporção de Disponibilidades no Ativo das SNF (quarto gráfico). Em termos contabilísticos, Disponibilidades no Balanço de uma empresa são uma rubrica que engloba recursos com alta liquidez, livres para movimentação (como dinheiro físico e depósitos à ordem, por exemplo). Também neste caso a curva é bastante esclarecedora: novamente a partir de 2012 há um contínuo no aumento do peso das Disponibilidades. Isto evidencia maior folga para pagamentos a pronto, maior capacidade negocial, possibilidade de mais facilmente fazer face a incumprimentos de clientes, melhor gestão financeira com remuneração de recursos, e, por fim; suportar o investimento com fundos próprios.

E como se tem comportado o investimento das empresas, atendendo a que estão menos endividadas? Sintetizamos o panorama no último gráfico. De forma destacada, as SNF têm vindo a aumentar o seu peso no investimento que é efetuado pelo conjunto da economia, com uma linha de tendência claramente positiva e representando já perto de 70% de toda a FBCF. Quando olhamos em proporção do PIB e do seu VAB a perspetiva não é tão animadora: a FBCF das SNF tem-se mantido, apesar de algumas oscilações, em linha com a tendência média histórica. Ou seja, a fatia dos recursos gerados pelas SNF que é alocada ao investimento está praticamente estagnada. Para este comportamento podem ser levantadas várias hipóteses explicativas. Uma de cariz mais associado ao papel do Estado: impostos elevados bem como carga burocrática e legislativa pouco encorajadora. Outras de cariz mais operacional: menor recurso a dívida (como já demonstrámos), critérios mais apertados de concessão de crédito por parte das instituições de crédito (em virtude de um ambiente regulatório também mais exigente), e, pouca massa crítica humana e financeira atendendo à dimensão reduzida das SNF. Por fim, motivos de cariz mais técnico: o peso do investimento das SNF em máquinas e equipamentos tem vindo a diminuir e em contraponto aumentado no caso dos Produtos de propriedade intelectual. Estes produtos, intangíveis, são por natureza uma fraca garantia para o crédito tradicional e com menores necessidades de financiamento. Por outro lado, exigem aos potenciais financia-

SNF: financiamentos obtidos

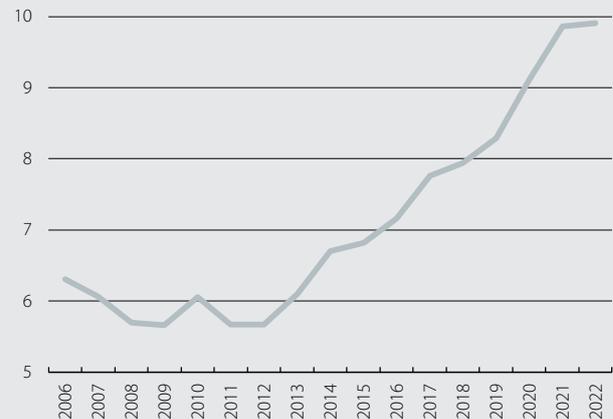
(Em % do ativo)



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

SNF: disponibilidades

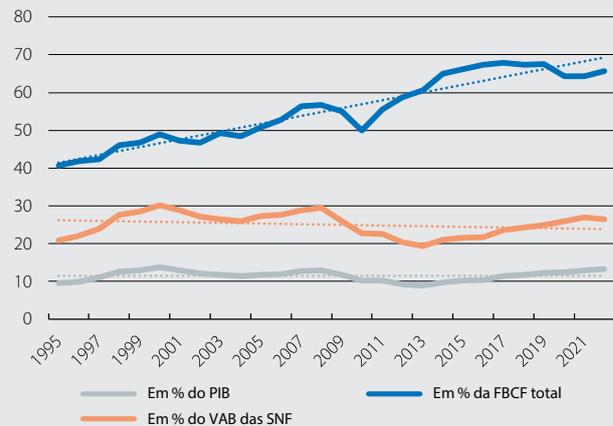
(Em % do ativo)



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

SNF: investimento (FBCF)

(%)



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

dores um conhecimento prévio muito mais aprofundado do negócio e da real capacidade de geração de *cash-flow* do investimento, antes de aceitarem alocar o seu capital.

Tiago Belejo Correia

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	3,5	3,6	3,3	2,8	2,6	2,5	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	-2,8	1,0	-5,0	-4,6	-2,5	-5,0	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-5,0	-5,6	-9,4	-9,5	-9,2	-8,2	-7,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	4,9	9,8	1,2	9,4	-0,8	-7,2	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	...	-20,8	-22,9	-18,9	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	13,8	9,1	12,9	9,1	8,1	6,4	5,3	4,4	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	117,2	52,6	24,9	19,1	19,1	16,1	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,1	7,5	11,1	13,4	5,8	-0,2	1,1	5,1	7,1
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	1,2	1,7	0,6	0,8	1,1	...	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,8	2,4	1,9	2,7	2,8	2,2	2,0	1,9	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-35,1	-29,4	-22,8	-27,2	-28,2	-26,9	-24,4
Mercado de trabalho									
População empregada	2,2	2,0	1,4	2,8	2,2	1,6	1,8	2,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,2	6,5	7,2	6,1	6,1	6,6	6,5	6,5	...
PIB	6,8	2,3	2,5	2,6	1,9	2,2	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Inflação global	7,8	4,4	8,0	4,4	3,5	1,7	1,4	2,3	2,1
Inflação subjacente	5,6	5,1	7,1	5,7	4,4	3,0	2,6	2,4	2,2

Setor externo

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,0	21,6	11,8	3,0	-1,0	-1,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,1	24,5	12,5	1,1	-4,1	-4,1	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	-1,2	1,5	4,1	3,6	3,6	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	-2,8	-0,3	2,1	3,3	3,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	1,6	1,9	2,0	0,4	0,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	1,5	4,5	7,3	7,2	7,2	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	0,5	-2,1	-2,6	-2,3	-2,3	-1,1	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-3,1	-9,0	-9,4	-14,8	-14,8	-15,2	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	5,4	7,5	6,9	14,8	14,8	17,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	11,1	1,4	5,5	-12,4	-12,4	-22,5	...
TOTAL	6,5	-2,6	0,8	-2,0	-2,4	-2,6	-2,6	-1,7	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	0,0	-1,2	-1,8	-1,5	-1,5	-1,4	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	-2,1	-2,5	...
Famílias - habitações	3,2	-1,4	1,5	0,1	-0,9	-1,4	-1,4	-1,4	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,0	0,4	-0,8	0,2	0,2	1,6	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-2,0	0,6	-1,4	-5,5	-5,5	-4,0	...
TOTAL	1,6	-1,6	-0,1	-1,1	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	...	3,1	3,1	2,9	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola tem um bom começo este ano

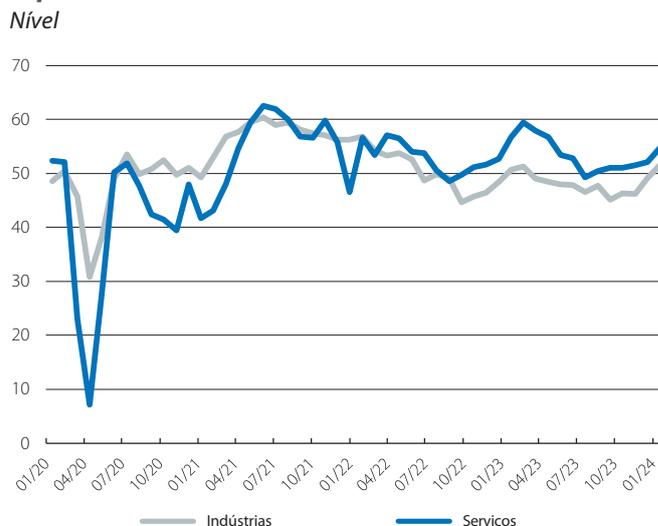
Nos primeiros meses do ano, os indicadores que se tornaram conhecidos mostram sinais positivos que apontam para uma melhoria do ritmo de crescimento económico no 1T. Quanto à atividade, apontam para um dinamismo notável no sector dos serviços, com uma atividade turística dinâmica e uma melhoria do tom fraco que a indústria vinha apresentando, e isto com uma criação de emprego que está mesmo a acelerar. Por seu lado, a atividade imobiliária arrefece mais suavemente do que o previsto e a inflação prossegue a sua moderação.

A atividade começa bem em 2024. Os sinais são particularmente positivos no sector industrial, que tem vindo a registar uma fraqueza acentuada. Em fevereiro, o PMI da indústria transformadora aumentou 2,3 pontos para 51,5, colocando-o em território expansionista pela primeira vez em 11 meses (acima dos 50 pontos), graças a um aumento da produção e das novas encomendas, em resposta a uma melhoria da procura, principalmente do mercado interno. O desempenho do emprego no sector industrial também é positivo, com um crescimento anual de 1,9% em fevereiro. O PMI para o sector dos serviços consolidou-se na zona de expansão em 54,7 (52,1 anteriormente), a melhor leitura desde maio de 2023. Em relação aos consumidores, as perspetivas para as famílias melhoraram, com o indicador de confiança dos consumidores da Comissão Europeia a situar-se em -17,4 pontos em fevereiro (-18,8 no mês anterior), o melhor valor dos últimos seis meses.

A criação de emprego ganha força nos primeiros meses do ano. O número médio de inscrições aumentou em fevereiro em 103 621 pessoas, o melhor valor para um mês de fevereiro desde 2007, ultrapassando o valor do ano passado (88.918) e o habitual para um mês de fevereiro (70.615 em média nos meses de fevereiro no período 2014-2019). O emprego, ajustado sazonalmente, registou um aumento mensal de 73.492, o maior aumento desde abril de 2023, elevando o crescimento médio mensal até agora no 1T 2023 para 55.924 trabalhadores, significativamente superior à média do 4T 2023 (31.248); o ritmo de crescimento intertrimestral do emprego efetivo (corrigido de sazonalidade e sem despedimentos) intensifica-se para 0,5% (0,4% nos dois trimestres anteriores). De referir, ainda, a melhoria dos contratos permanentes, pelo que a taxa de emprego temporário continua a descer para 12,7%, menos 2 décimas de ponto do que no mês anterior. Quanto ao desemprego registado, diminuiu em 7.452 pessoas, uma diminuição que contrasta com o aumento em fevereiro do ano passado (+2.618) e ultrapassa a média dos meses de fevereiro no período 2014-2019 (-4.267).

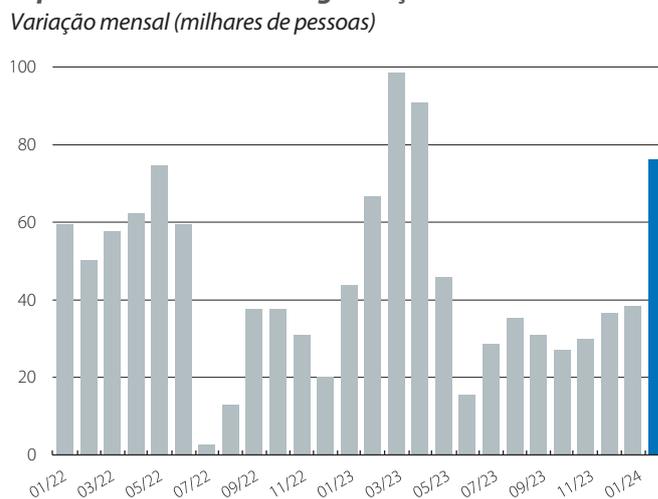
A inflação retoma a sua tendência descendente em fevereiro. A inflação global, depois da subida pontual do mês anterior, baixou em fevereiro, segundo o indicador avançado publicado

Espanha: índices PMI



Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

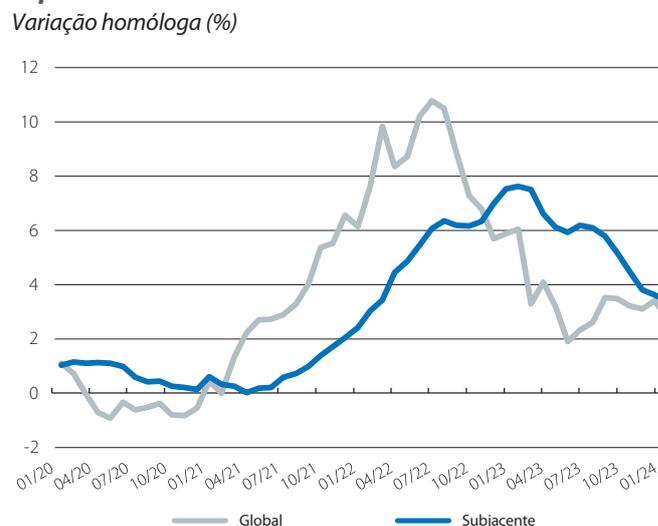
Espanha: inscritos na Segurança Social *



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

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

Espanha: IPC



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

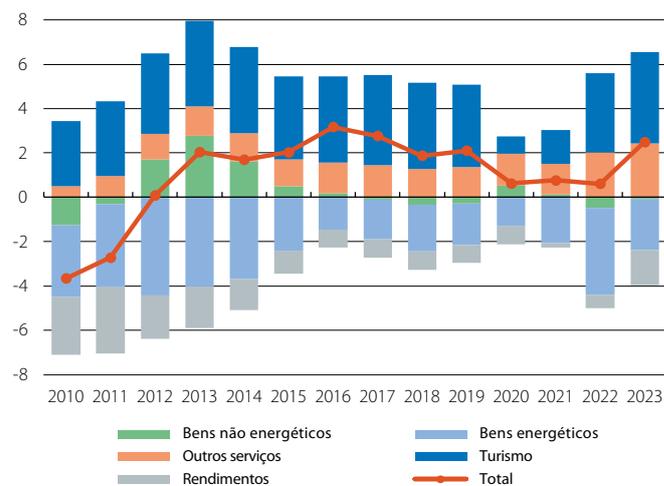
pelo INE, e situou-se em 2,8%, ou seja, 6 décimas abaixo da registada em janeiro e a taxa mais baixa desde agosto de 2023. Na ausência de uma repartição por componentes, o INE salienta que este resultado se deve principalmente à queda da inflação das componentes não subjacentes: a estabilidade dos preços dos produtos alimentares – em comparação com o aumento de há um ano – e a descida dos preços da eletricidade – parcialmente compensada pelo aumento dos preços dos combustíveis. A inflação subjacente (que exclui os produtos energéticos e os géneros alimentícios não transformados) também continuou a diminuir, embora de forma menos acentuada do que a inflação global, caindo 2 décimas para 3,4%; temos de recuar até março de 2022 para encontrar uma taxa mais baixa.

Grande aumento do superavit da conta corrente em 2023, que já conta com 12 anos em território positivo. A balança corrente encerrou 2023 com um excedente de 2,5% do PIB, mais 1,9 pontos percentuais do que no ano anterior e o melhor registo desde 2017. Com exceção dos rendimentos, que foram afetados pela subida das taxas de juro, todos os sub-saldos contribuíram para a melhoria do saldo externo. Por um lado, o défice da balança comercial de bens diminuiu fortemente para 2,4% do PIB (-4,4% em 2022), graças à correção do défice energético (-2,3% vs. -3,9%), num contexto de forte queda dos preços, e, em menor grau, do défice dos bens não energéticos (-0,1% vs. -0,5% em 2022), dada a queda das importações. A balança de serviços, por sua vez, registou excedentes históricos, tanto nos não turísticos (2,4% do PIB vs. 2% anteriormente) como nos turísticos (4,1% vs. 3,6% em 2022).

Relativamente ao turismo, após o recorde de 2023, com quase 85,2 milhões de turistas internacionais que gastaram mais de 108 mil milhões de euros, os dados mais recentes confirmam que a atividade turística continua dinâmica, mesmo na época baixa: em janeiro, o número de turistas estrangeiros que chegaram ao nosso país atingiu os 4,77 milhões, um crescimento de 15,3% em termos homólogos e de 13,6% em relação a janeiro de 2019. O indicador de consumo do CaixaBank mostra um aumento de 22,6% na atividade dos cartões estrangeiros nos dois primeiros meses do ano, face a 18,5% no 4T 2023.

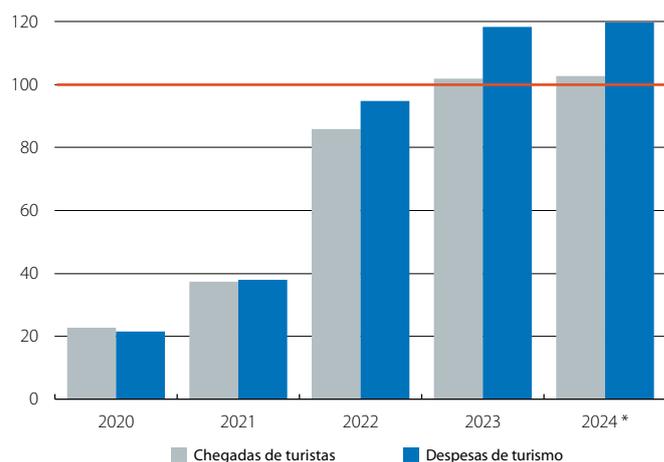
A procura de habitação teve um desempenho melhor do que o previsto em 2023. Foram concluídas 587.000 transações no ano passado, o segundo melhor valor desde 2007 e embora 9,7% abaixo do recorde extraordinário de 2022 (650.265 operações). O arrefecimento da procura foi, de facto, menor do que o previsto no início do ano, graças à resiliência das transações de habitação nova (-4,8% em termos homólogos, contra -10,8% na habitação em segunda mão) e das compras no estrangeiro, que representam agora 15% das vendas, contra 13% no período pré-pandémico 2015-2019. Perante este comportamento da procura, o ritmo de crescimento dos preços da habitação voltou a intensificar-se: a taxa homóloga do valor de avaliação das habitações acelerou no 4T 2023 para 5,3%, contra 4,2% anteriormente.

Espanha: saldo da balança corrente
(% do PIB)



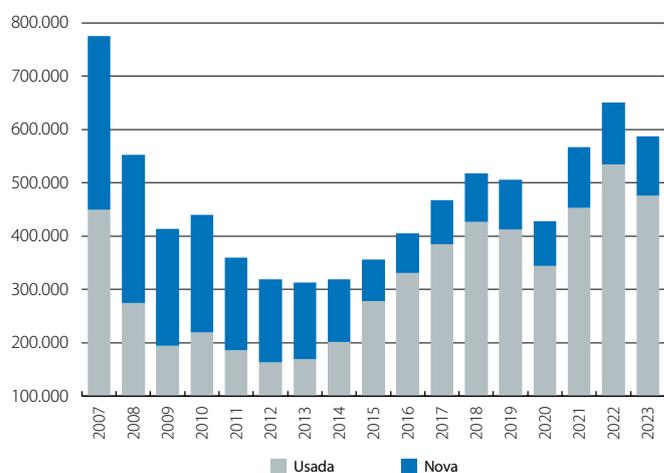
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

Espanha: indicadores de turismo estrangeiro
Índice (100 = 2019)



Nota: * Dados acumulados para 12 meses até janeiro.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Espanha: compra e venda de habitação
Unidades



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

O relógio imobiliário em Espanha: do abrandamento à expansão

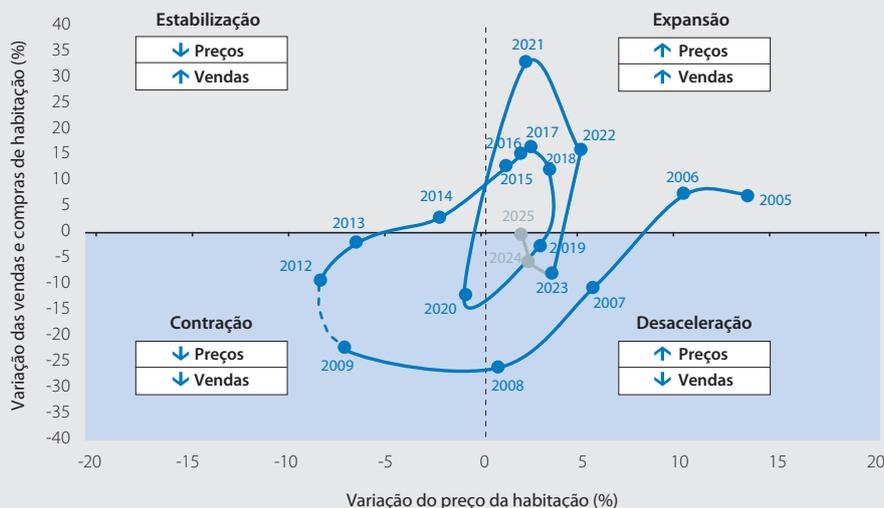
O mercado imobiliário espanhol abrandou em 2023, mas mais suavemente do que o previsto. Apesar da subida acentuada das taxas de juro, vários fatores apoiaram o sector, incluindo um mercado de trabalho resistente, fluxos de imigração significativos, o desfasamento entre a reduzida oferta de novas habitações e a elevada procura e uma situação financeira das famílias menos tensa do que o previsto.

O principal fator de apoio ao sector imobiliário em 2024 é a descida das taxas de juro. Com efeito, a Euribor a 12 meses começou o ano a rondar os 3,6%, significativamente abaixo do pico deste ciclo em outubro de 2023 (4,16%) e os mercados financeiros estão a descontar que poderá terminar o ano a rondar os 2,50%-2,75%. De qualquer forma, é importante ter em conta que se espera que as taxas de juro se mantenham em níveis significativamente mais elevados do que os prevacentes em 2021, antes do ciclo de aperto monetário. Em contrapartida, os fatores económicos que apoiaram o sector imobiliário em 2023 continuarão a estar presentes em 2024, embora percam alguma da sua intensidade. O crescimento da economia espanhola continuará, portanto, a ser muito significativo, próximo de 2%, embora desacelere em relação aos 2,5% registados em 2023.

Considerando todos estes fatores, esperamos que o ligeiro abrandamento do setor imobiliário continue no primeiro semestre do ano, em resultado de taxas de juro ainda elevadas e de um ambiente económico ainda relativamente fraco. Contudo, no segundo semestre de 2024, à medida que a trajetória descendente das taxas de juro se consolida e a atividade económica ganha tração, esperamos que o mercado da habitação recupere força e entre numa trajetória ascendente. O ano de 2024 será, assim, um ano de transição, em que o relógio imobiliário do BPI Research permanecerá na zona de abrandamento, dando lugar a um 2025 em que esperamos que o mercado imobiliário regresse à zona de expansão.¹

Concretamente, esperamos que os preços das casas aumentem 2,7% e 2,5% em 2024 e 2025, respetivamente, e que o número de vendas ronde as 550.000 unidades por ano. Recentemente, melhorámos estas previsões em resultado da resiliência do mercado imobiliário em 2023, da melhoria das perspetivas económicas para 2024 e do facto de o BCE ter antecipado o primeiro corte das taxas de juro para antes do verão.²

Relógio imobiliário para Espanha



Nota: O período 2010-2011 é excluído devido ao efeito dos incentivos fiscais.

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE, Mitma e previsões do BPI Research.

1. Para uma descrição do movimento do relógio imobiliário nos últimos anos, consulte o Focus «O relógio imobiliário do BPI Research: abrandamento à vista», no IM09/2022.

2. Consulte o Relatório do Sector Imobiliário 1S/2024 para obter mais informações sobre a evolução recente e as perspetivas do sector imobiliário espanhol.

A balança corrente espanhola numa perspetiva europeia

O ano de 2023 foi certificado como um ano excepcional para o sector externo espanhol. Devido a um excedente da balança corrente de 2,5% do PIB, o bom desempenho do sector externo espanhol é particularmente notável quando comparado com as outras grandes economias europeias. Por conseguinte, há 12 anos que a economia espanhola regista excedentes na balança corrente, ficando apenas atrás da Alemanha entre as principais economias europeias.

No período de 2019 a 2022, as balanças correntes dos principais países europeus agravaram-se significativamente devido ao surto da pandemia e ao choque energético. Todavia, nem o impacto destes choques nem a recuperação subsequente foram uniformes entre os países. Deste modo, ao longo de 2022, um ano muito afetado pelo aumento do valor das importações de energia, a balança corrente espanhola registou a menor queda e foi, juntamente com a economia alemã, a única das grandes economias europeias que conseguiu evitar um défice externo em todo o ano. O agravamento do balanço em 2022 face ao de 2019 ascendeu a 4,7 p.p. do PIB em Itália, 3,8 p.p. na Alemanha e 2,6 p.p. em França, enquanto em Espanha foi de apenas 1,5 p.p. em Itália.

Na sequência de um ano de 2022 marcado pelo aumento das importações de energia, a recuperação do sector externo foi forte em 2023 e as quatro maiores economias da Zona Euro melhoraram os seus saldos da balança corrente, embora apenas a Espanha tenha conseguido superar o registo de 2019.

Dinâmicas diferentes: serviços como objetivo principal

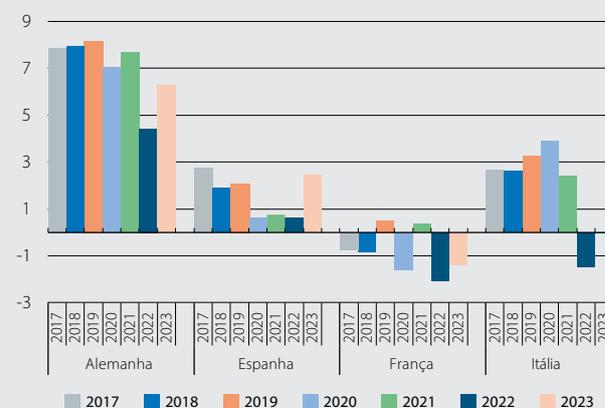
No segundo gráfico, para cada uma das quatro grandes economias da Zona Euro, é apresentado o papel de cada sub-balança na variação do saldo da balança corrente desde 2019.

Relativamente a Espanha, é de salientar o forte aumento do excedente da balança de serviços, que passou de 5,1% do PIB em 2019 para 6,3% em 2023 (com dados até ao 3.º trimestre de 2023), o que permitiu compensar a deterioração do défice da balança comercial de bens e da balança de rendimentos. Esta situação diverge da de outros países europeus, onde as balanças de serviços apresentam défices ou excedentes relativamente pequenos.

O excedente da balança corrente mais pequeno da Alemanha deveu-se a uma redução da balança de bens e serviços, atenuada por uma ligeira melhoria da balança de rendimentos. A economia francesa, por seu lado, passou de uma situação de ligeiro excedente em 2019 (0,5% do PIB) para um défice de 1,4% do PIB em 2023, causado principalmente pelo aumento do défice do comércio de bens

Saldo da balança corrente

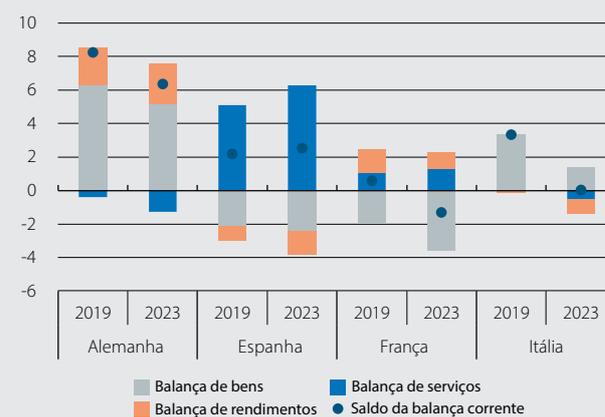
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

Saldo da balança corrente por componente

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

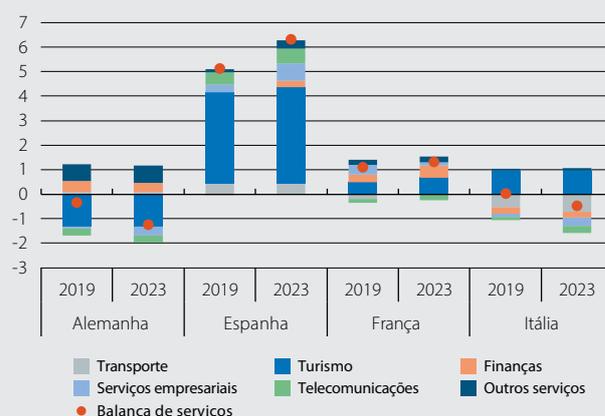
para -3,6% do PIB. Por último, Itália é, a economia mais afastada do excedente registado em 2019, tendo passado de um grande excedente (3,3% do PIB) para um ligeiro défice em 2023, de 0,04% do PIB, devido sobretudo a uma queda muito considerável do seu excedente em bens (1,3% do PIB em 2023 contra 3,4% do PIB em 2019), embora serviços e rendimentos também tenham piorado.

Nos seus saldos na balança de serviços espanhola, tanto os serviços turísticos como os não turísticos, tiveram um desempenho muito positivo. Ainda que o turismo seja o maior contribuinte para o excedente, com um excedente de 3,9% do PIB até ao terceiro trimestre de 2023 (3,7% em 2019), as telecomunicações, os transportes e outros serviços, incluindo os serviços às empresas, também contribuíram positivamente. Com efeito, 65% da melhoria do saldo dos serviços face a 2019 deve-se à melhoria dos serviços não turísticos, que melhoram o excedente apresentado

antes da pandemia em 1 p.p., o que compara com a melhoria de 0,23 p.p. nos serviços turísticos.

A performance do turismo espanhol é particularmente notável quando comparada com a performance de França e da Itália, economias nas quais as receitas do turismo também desempenham um papel importante. A par do turismo, todos os outros ramos de atividade do sector dos serviços em Espanha registaram um excedente superior ao de qualquer outra economia europeia, com exceção do sector financeiro em França e de outros serviços na Alemanha. Este facto atesta o carácter excecional dos serviços espanhóis no contexto da Zona Euro e a sua capacidade de atuar como motor do comércio externo.

Composição do saldo da balança de serviços (% do PIB)



Nota: 2023 são dados até ao terceiro trimestre de 2023, acumulados ao longo de quatro trimestres.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,8	-0,7	1,3	-1,8	-1,9	-0,2	-0,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,9	-6,5	-4,5	-5,4	-8,2	-8,1	-6,4	-5,1	-4,5
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	46,2	49,2	51,5
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,1	-1,8	1,7	4,3	0,2	-0,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,5	10,2	3,5	-3,0	-8,8	-9,7	...	...
Preço da habitação	7,4	3,9	3,5	3,6	4,5	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,7	90,7	40,6	21,8	18,7	18,7	16,9	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	51,5	52,1	54,7
Consumo									
Vendas a retalho	0,9	6,0	6,7	6,1	6,9	4,4	3,1	...	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	10,6	7,3	9,9
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-22,5	-19,0	-16,1	-19,2	-18,5	-18,8	-17,4
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	3,1	3,0	1,8	2,9	3,5	3,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,9	12,1	13,3	11,6	11,8	11,8	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,9	-	2,5	2,8	2,7	2,6	2,7	2,6	2,7
PIB	5,8	2,5	4,1	2,0	1,9	2,0	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Inflação global	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,1	3,4	2,8
Inflação subjacente	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	3,8	3,6	...

Setor externo

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	20,5	12,3	4,5	-1,4	-1,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	24,0	10,7	-1,2	-7,2	-7,2	...	...
Saldo corrente	8,2	36,6	22,1	28,2	35,2	36,6	36,6	...	...
Bens e serviços	16,3	60,1	31,6	42,8	54,6	60,1	60,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-8,1	-23,5	-9,5	-14,6	-19,4	-23,5	-23,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,7	51,4	36,3	42,1	49,4	51,4	51,4	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	1,7	0,4	-0,3	0,4	0,8	...	...
À vista e poupança	7,9	-4,5	0,3	-4,0	-6,9	-7,6	-7,4	-7,6	...
A prazo e com pré-aviso	-19,7	51,9	7,7	40,1	69,5	90,4	100,8	106,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	0,5	-0,4	...
TOTAL	5,2	1,1	2,1	0,8	0,5	1,0	0,8	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	-2,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,7	-3,4	-3,1	...
Empresas não financeiras	0,9	-3,4	-1,0	-2,7	-4,6	-5,2	-4,7	-4,3	...
Famílias - habitações	1,0	-2,6	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,2	-3,0	...
Famílias - outros fins	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,4	...
Administrações Públicas	0,2	-3,4	-0,2	-3,3	-4,6	-5,5	-3,5	-2,0	...
TOTAL	0,7	-2,6	-0,9	-2,3	-3,4	-3,8	-3,4	-3,1	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,5	...	...

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

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

Novo cenário económico para a economia internacional

A economia mundial tem demonstrado uma resiliência notável nos últimos trimestres e consideramos que poderá ter crescido cerca de 3,0% em 2023. Os Estados Unidos foram um dos principais impulsionadores do crescimento no ano passado, revelando um dinamismo notável que os levou a superar todas as expectativas. Há muito que desapareceram os cenários em que se previa que o aperto monetário, num contexto de ausência de estímulos fiscais, arrastaria a economia para a recessão, uma possibilidade até levantada pela Fed. A realidade é que o PIB dos EUA alcançou um crescimento médio trimestral de 0,8% (acima da sua média de longo prazo pré-COVID), com uma segunda metade do ano excepcional, elevando o crescimento do PIB de 2023 no seu conjunto para 2,5%, em comparação com os 0,5% previstos no início do ano passado. Tal dinamismo da economia obrigou a uma mudança completa do discurso e há mesmo quem defenda uma *no landing* da economia americana. A nossa posição é um pouco mais conservadora e continuamos a prever um abrandamento para o ano inteiro, para taxas intertrimestrais entre 0,3% e 0,4%, um pouco abaixo do potencial. Não obstante, o «efeito de arrastamento» de um segundo semestre de 2023 particularmente dinâmico, associado a um início de ano mais expansionista do que o inicialmente previsto, levamos a rever o crescimento para 2024 para 2,2%, quase 1,4 p.p. acima da previsão inicial.

PIB: Zona Euro e EUA

Variação em termos trimestrais (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e do Bureau of Labor Statistics.

O consumo privado, o principal motor do crescimento em 2023, deverá perder algum ímpeto este ano, visto que a almofada de poupança extra acumulada durante a pandemia está quase esgotada: de mais de 8,0% do PIB no final de 2021, é agora de apenas 0,7%. Além disso, é provável que o mercado de trabalho comece a «normalizar-se» de forma ordenada, com uma geração de emprego inferior à atual, mais consentânea com uma economia de crescimento mais lento e um desemprego muito baixo. É igualmente expeável um arrefecimento das despesas públicas, dada a necessidade de controlar a evolução dos crescentes défices orçamentais (acima de -8,0% do PIB em 2023, segundo as estimativas do FMI), que nos próximos anos continuarão a ser condicionados pela pressão do envelhecimento da população sobre as despesas públicas e pelos pesados juros gerados por uma dívida pública em máximos históricos (acima de 123% do PIB em 2023, segundo o FMI). Mas parte da perda de dinamismo que prevemos para o consumo total será compensada pelo investimento, nomeadamente o investimento residencial, que beneficiará de um ambiente de taxas de juro mais baixas.

IPC: Zona Euro e EUA

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e do Bureau of Labor Statistics.

Neste contexto de um tímido arrefecimento da economia dos EUA, a inflação está a convergir para 2,0%, um pouco mais lenta do que o esperado devido à resiliência descendente das medidas subjacentes à inflação, especialmente a componente *shelter* (ver Nota Breve), que pesa mais de 40% da inflação subjacente e está a evoluir com um certo desfasamento. Em suma, continuamos a prever uma descida da inflação, apesar de subidas ocasionais e transitórias (ver o artigo «A última milha da inflação nos EUA» neste Dossier).

Quanto à Zona Euro, as expectativas continuam a apontar para uma fraqueza acentuada: no final de 2023, em que uma «recessão» técnica é evitada por pouco, o início do ano é ainda

fraco (ver a situação em Internacional). Esta apatia é mais acentuada na Alemanha e em França, onde os respetivos governos reviram em baixa, em fevereiro, as suas previsões de crescimento para 2024: para 0,2% de 1,3% para a Alemanha e para 1,0% de 1,4% para a França. O nosso cenário sempre foi bastante cauteloso e temos vindo a apontar as dificuldades da economia da Zona

Euro em recuperar taxas de crescimento próximas do seu potencial, com um início de 2024 de estagnação prática.

Não obstante, continuamos confiantes na capacidade de resistência da economia da Zona Euro, especialmente após o verão: o consumo e o investimento serão apoiados pela descida prevista da inflação e das taxas de juro. Além disso, deve também ser tido em conta o impacto positivo no crescimento da aplicação dos fundos europeus ainda por desembolsar: segundo a Comissão, este ano serão concedidos mais 100 mil milhões de euros de fundos do NGEU, depois de já terem sido distribuídos cerca de 290 mil milhões de euros (menos de 35% do total) desde 2021. A Comissão calcula que, graças aos fundos do Next Generation EU, o PIB real da UE será 1,4% mais elevado em 2026 do que num cenário sem estes fundos. Estes fatores ajudarão a compensar um impulso orçamental que será menor do que em anos anteriores, uma vez que, após anos de políticas orçamentais muito expansionistas para contrariar o impacto da COVID e da guerra na Ucrânia, o Pacto de Estabilidade e Crescimento foi reativado em 1 de janeiro, pelo que os governos devem começar a ajustar gradualmente as suas políticas orçamentais para convergir para os objetivos de médio prazo do défice e da dívida de 3,0% e 60% do PIB, respetivamente.

Por conseguinte, deixamos a previsão de crescimento da Zona Euro para 2024 globalmente inalterada em 0,7%, com ajustamentos mínimos em baixa na previsão para a Alemanha (-0,1 p. p. para 0,2%), compensados por revisões marginais em alta em Itália e França (para 0,6% em ambos os casos) e pelo dinamismo substancial que continuamos a observar para a economia espanhola (0,6% em ambos os casos). A economia espanhola continua a registar um dinamismo substancial (+0,5 p. p. para 1,9%) (ver o artigo «Novo cenário económico: a economia espanhola enfrenta 2024 com melhores perspetivas», neste Dossier). Os riscos para estas perspetivas estão, no entanto, concentrados no lado negativo, sendo a Alemanha a principal fonte de incerteza. O seu sector industrial continua a sofrer com a perda de competitividade e com o aumento dos custos associados aos preços do gás que, apesar de moderados, continuam a ser o dobro dos níveis anteriores à guerra, num contexto de queda das exportações devido ao abrandamento económico mundial.

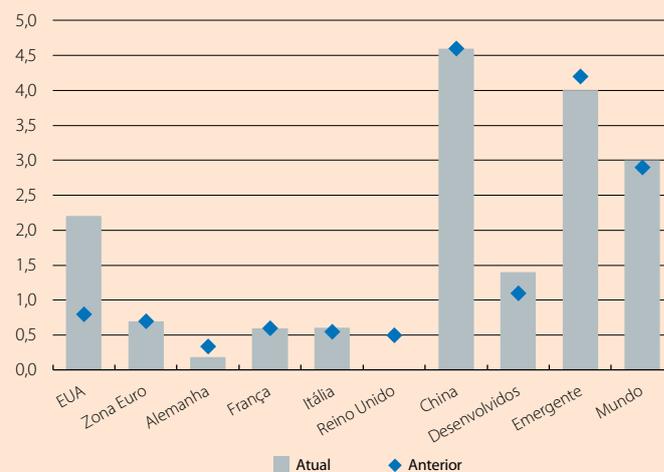
Neste contexto de apatia económica, e após uma queda acentuada da inflação em 2023, tanto global (situou-se em 5,4%, após 8,4% em 2022) como subjacente (4,9% vs. 3,9% em 2022), continuamos a esperar que a inflação diminua ao longo de 2024. Os bons dados relativos ao final de 2023 e a descida dos preços futuros da energia que os mercados esperam levam-nos, de facto, a baixar a previsão para 2024 da inflação global para 2,2% (3,1% anteriormente) e da inflação subjacente para 2,6% (3,0% anteriormente).

Perspetivas globais

A melhoria das previsões de crescimento dos EUA explica por que razão aumentámos o crescimento estimado em 2024 para o conjunto das economias desenvolvidas em 0,4 p.p. para 1,4%, após 1,6% em 2023. Relativamente aos mercados emergentes, reduzimos em 0,2 p.p. para 4,0% o crescimento estimado para 2024 (4,0% previsto em 2023) e deixamos praticamente inalteradas as previsões para os BRIC, a Turquia e o México; embora, com a realização de eleições presidenciais ou parlamentares no final do ano na Índia, no México e na Rússia, os dados possam ser mais voláteis do que o habitual. Assim, o crescimento mundial (agregado em termos de paridade de poder de compra) em 2024 é revisto em 0,1 p.p. para 3,0%, correspondendo ao crescimento que se espera ter sido alcançado em 2023. No que respeita à inflação em 2024, as revisões são muito mais modestas: deixamos a inflação global praticamente inalterada em 5,2%, uma vez que a revisão em baixa de 0,2 p.p. para 2,5% no bloco desenvolvido é quase compensada pela revisão em alta de pouco mais de 0,1 p.p. para 7,2% na inflação do bloco emergente. Uma grande parte destas projeções baseia-se num cenário energético bastante contido, em que não se preveem tensões graves entre a oferta e a procura ao longo do horizonte de previsão. Com efeito, para o preço do crude, antecipamos uma modesta trajetória descendente que o levaria a transacionar em cerca de 78 dólares por barril em dezembro de 2024 (sem alterações relevantes face ao cenário anterior), enquanto que para o preço do gás, prevemos que o preço do gás termine o ano a transacionar em cerca de 35 euros/MWh, quase 18 euros abaixo da estimativa anterior.

Projeções de crescimento do PIB até 2024

Crescimento anual (%)



Fonte: BPI Research.

Perspetivas de política monetária

A descida das taxas de juro é, como já foi referido, uma das chaves para as perspetivas da atividade económica, especialmente nas economias avançadas. A forte queda da inflação até 2023 e a expectativa de que, embora de forma mais gradual, os preços continuem a desacelerar em 2024 abrem a porta para que a Fed e o BCE comecem a baixar as taxas nos próximos trimestres. A nossa expectativa é que os primeiros cortes ocorram em junho e, dado o poder de comunicação deste primeiro corte, continuem nos meses seguintes. Contudo, depois de mais de dois anos com a inflação significativamente acima do objetivo de 2%, e num contexto de um mercado de trabalho forte em ambos os lados do Atlântico, acreditamos que tanto a Fed como o BCE manterão uma tendência anti-inflacionista e, salvo alterações no cenário, preferirão uma trajetória descendente bastante gradual. As nossas previsões prevêem, portanto, cortes de 100 p.b. por parte da Fed e do BCE ao longo de todo o ano, terminando 2024 com o *fed fund* a 4,50% e a *depo* a 3,00%, respetivamente.

Novo cenário macroeconómico para Portugal reflete novos dados, mas enquadramento não se altera

Com a publicação da quase totalidade das principais variáveis macroeconómicas relativas a 2023, ajustámos o nosso cenário macroeconómico. Esta revisão focou-se prioritariamente no PIB e componentes, inflação, mercado de trabalho e mercado imobiliário e, genericamente, reflete apenas pequenos ajustamentos na maioria das variáveis, com exceção da alteração das previsões no mercado imobiliário residencial, de maior dimensão, e que explicamos em seguida.

Começando pela atividade económica, a revisão das perspetivas de crescimento do PIB entre 2024 e 2026, não reflete a alteração substancial do enquadramento económico de Portugal, mas apenas a incorporação de novos dados e ajustamentos na perspetiva de evolução da política monetária do BCE. De facto, em termos acumulados antecipamos que nestes 3 anos a economia avance 6,6%, apenas menos 1 décima do que esperávamos em setembro. Começando por 2024, revimos a previsão de crescimento para 1,6%, menos 2 décimas do que o esperado em setembro, que fundamentalmente antecipa um crescimento mais moderado na primeira metade do ano, quando as condições monetárias ainda se situam em terreno restritivo, e uma recuperação mais acentuada na segunda parte do ano, quando a consolidação de processo de desinflação se refletir na redução do grau de restritividade da política monetária do BCE. Em 2024, o crescimento será especialmente impulsionado pela procura interna, na medida em que o consumo privado continua suportado por um mercado de trabalho resiliente e pelo investimento que tenderá a ser suportado pelos fundos europeus. Neste cenário antecipamos um crescimento mais forte das importações face ao que terá sido em 2023, enquanto que as exportações poderão ter um comportamento um pouco mais débil, refletindo a fragilidade da atividade nos principais parceiros comerciais. Para 2025 e 2026, antecipamos um cenário em que o crescimento trimestral se aproxima da média observada nos 5 anos anteriores à pandemia, beneficiando da execução das alterações estruturais necessárias à receção dos fundos europeus.

A taxa de inflação registou um comportamento mais positivo do que o esperado em 2023, com os preços a desacelerarem mais do que o esperado nos últimos meses de ano. Assim, a inflação ficou em 4,3% no ano passado, menos três décimas do que prevíamos, o que por si só se traduziria numa revisão em baixa da perspetiva de evolução da inflação em 2024. Contudo, outros fatores contribuirão para o comportamento dos preços ao longo deste ano: por um lado, esperamos que os bens energéticos evoluam favoravelmente, na medida em que a procura global será débil e porque há aumento da oferta de crude por parte de produtores não pertencentes à OPEP (compensando os cortes deste organismo). Mas este fator, que tenderia a reforçar o processo de desinflação, será compensado pelo impacto do fim do IVA zero nos bens alimentares e pela incorporação de alterações em alguns preços administrativos, nomeadamente rendas e *utilities*. Desta forma a alteração introduzida no nosso cenário é muito marginal, refletindo-se em 2024, numa revisão da taxa de inflação para 2,3%, apenas 1 décima menos do que prevíamos em setembro. Contudo, a revisão da previsão da inflação subjacente, que não considera preços dos bens energéticos e alimentares, reforça a expectativa de consolidação do processo de desinflação. Com efeito, revimos a nossa estimativa para a inflação subjacente média em 2024 para 2,4%, menos quatro décimas do que esperávamos em setembro.

No mercado de trabalho ajustámos as perspetivas de evolução na criação de emprego e na evolução da taxa de desemprego. Resumidamente, antecipamos que a economia continue a criar emprego, na medida em que a escassez de mão de obra continua a ser assinalado como um dos principais problemas para o desenvolvimento da atividade. De facto, este é o primeiro obstáculo à atividade referido pelo setor da construção e obras públicas e o segundo nos setores industrial e dos serviços. Adicionalmente o facto de o rácio de vagas de emprego por pessoa desempregada continuar elevado face ao seu comportamento histórico, suporta a permanência de um ambiente de resiliência neste mercado. Contudo, revimos em alta as nossas estimativas para a taxa de desemprego, pois antecipamos que a imigração continue a mais que compensar o saldo natural (embora numa menor escala do que nos últimos anos), implicando aumento da população ativa, e isto associado à expectativa de que ao longo do período a capacidade de criação de emprego por parte das empresas se reduza, diminuindo ou atrasando a capacidade de absorção de novos trabalhadores.

Novo cenário macroeconómico

	2022	2023	2024	2025	2026	Acum. 2024-2026
PIB						
Fev. 2024	6,8	2,3	1,6	2,3	2,5	6,6
Set. 2023	6,8	2,4	1,8	2,5	2,4	6,7
Taxa de inflação						
Fev. 2024	7,8	4,3	2,3	2,0	2,0	6,5
Set. 2023	7,8	4,6	2,4	2,1	2,0	6,6
Preços das casas						
Fev. 2024	12,6	8,1	3,5	2,0	2,5	8,1
Out. 2023	12,6	7,1	-0,1	1,2	2,5	3,6
Taxa de desemprego						
Fev. 2024	6,2	6,5	6,7	6,5	6,5	0,0
Set. 2023	6,0	6,6	6,5	6,3	6,1	-0,5

Fonte: BPI Research.

Assim, revimos em mais duas décimas a nossa previsão para a taxa de desemprego em 2024-25 e em mais 4 décimas em 2026. Ainda assim, continuará a caracterizar-se por elevado grau de resiliência, dando suporte ao consumo privado.

Finalmente, o mercado imobiliário, onde as revisões foram mais substanciais. Começamos pelo facto de o dado final para 2023 não ser ainda conhecido, mas sabemos que o crescimento dos preços no terceiro trimestre foi mais forte do que considerávamos em setembro e os indicadores preliminares relativos ao último trimestre de 2024 sugerem que o ritmo de crescimento dos preços irá superar a nossa previsão de setembro. Assim, temos um primeiro efeito associado à revisão do efeito de arrastamento que se estima superior a 2%, mais 1,7 pontos percentuais do que antecipávamos em setembro. A este fator acresce a permanência de fatores de suporte ao mercado como o aumento da imigração, com impacto na procura de casa, a escassez da oferta e a melhoria dos critérios de acesso a crédito à habitação, nomeadamente o aumento de operações realizadas a taxa fixa e o facto do nível de incumprimento neste tipo de crédito permanecer reduzido. Estes fatores favorecem um crescimento mais forte do que anteriormente esperado dos preços nos imobiliário residencial, mantendo-se, no entanto, uma perspetiva de moderação no ritmo de expansão, refletindo menor procura por via dos custos de financiamento permanecerem elevados, sobretudo na primeira metade do ano.

Novamente este ano, o cenário está sujeito a um elevado grau de incerteza, desta vez resultante do rebentamento da guerra na Terra Santa. Até agora, as alterações que tal guerra implicou nos transportes marítimos de mercadorias, não se traduziram em alterações significativas nos custos de produção e de transporte, fazendo-nos antecipar que não haverá impactos notórios no processo de desinflação, permitindo que os bancos centrais iniciem o ciclo de redução das taxas diretoras em meados do ano. No entanto, este é um risco latente e a eventualidade de um alargamento do conflito a outros países pode alterar esta situação, provocando encarecimento das mercadorias e até disrupções na sua oferta, atrasando a redução da inflação, prolongando o ambiente monetário restritivo, com impacto nas decisões dos agentes económicos. Contudo, este não é o cenário central, pelo que continuamos razoavelmente otimistas quanto à evolução da economia portuguesa em 2024.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: www.bancobpi.pt

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2024

© CaixaBank, S.A., 2024

Design e produção: www.cegeglobal.com

