



# CHAVES PARA O AMBIENTE ECONÓMICO INTERNACIONAL

O fim da abundância?

O BCE e os prémios de risco na periferia

Continua a dança do mercado de matériasprimas

EUA: em recessão?

# CHAVES PARA O AMBIENTE ECONÓMICO EM PORTUGAL

A economia portuguesa acusa aumento do gás

Sustentabilidade no preço das casas: três dimensões para análise

Portugal: as poupanças acumuladas pelas famílias suavizam impacto da inflação e dos juros

Inflação: uma almofada de curto prazo para as contas públicas

As novas dinâmicas do mercado de trabalho no pós-pandemia





#### **INFORMAÇÃO MENSAL**

#### Setembro 2022

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

#### BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/ http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudose-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

Clàudia Canals e Nuria Bustamante

Coordenadores da Informação Mensal

Data de fecho desta edição: 31 de agosto de 2022

### **ÍNDICE**

- 1 EDITORIAL
- 3 PONTOS CHAVE DO MÊS
- 4 PREVISÕES
- 7 MERCADOS FINANCEIROS
- 9 O BCE e os prémios de risco na periferia
- 11 Continua a dança do mercado de matérias-primas
- 14 ECONOMIA INTERNACIONAL
- 16 EUA: em recessão?

#### **20 ECONOMIA PORTUGUESA**

- 22 Sustentabilidade no preço das casas: três dimensões para análise
- 25 Portugal: as poupanças acumuladas pelas famílias suavizam impacto da inflação e dos juros
- 27 Inflação: uma almofada de curto prazo para as contas públicas
- 29 As novas dinâmicas do mercado de trabalho no pós-pandemia
- 33 ECONOMIA ESPANHOLA



## A economia portuguesa acusa aumento do gás

O que acontece durante o mês de agosto parece muitas vezes uma miragem. Não digo isto por causa desse sentimento de que as férias foram demasiado curtas (o que também é verdade). Agosto é normalmente um mês em que há pouca informação sobre o progresso da atividade económica e temos tendência para reagir exageradamente aos poucos dados que são divulgados. Há episódios recorrentes de picos de volatilidade nos mercados financeiros durante o Verão por motivos que acabam por se revelar inconsequentes.

O tema deste Verão, pelo menos economicamente, tem sido o forte aumento dos preços do gás. Infelizmente, desta vez parece que isto não vai continuar a ser uma miragem. Tudo sugere que nos próximos meses teremos preços substancialmente mais elevados do que os previstos antes de irmos de férias, o que irá minar o processo de recuperação da economia portuguesa.

Já há sinais de que a economia está a perder força. Os indicadores de atividade mais abrangentes, mostram uma clara tendência de desaceleração, com o indicador diário do Banco de Portugal a avançar em torno de 3% homólogo em agosto depois de, em julho, ter avançado 7,7%; no mesmo sentido aponta o indicador coincidente do Banco de Portugal para a atividade como um todo que desacelerou para 6,4% em julho, menos 3 décimas do que no mês anterior. Isto está a ser acompanhado por um declínio na confiança, particularmente na indústria, construção e entre os consumidores.

O consumo das famílias, o principal pilar da economia (responsável por cerca de 66% do PIB), também dá sinais de enfraquecimento. Com efeito, o indicador coincidente para o consumo apresentou um abrandamento significativo em julho (3,4% yoy vs 4,3% em junho), e a confiança dos consumidores, embora estabilizando em agosto, está próximo dos mínimos observados durante a crise de dívida soberana.

As poupanças acumuladas pelas famílias durante a pandemia ainda poderão ser uma importante almofada de suporte ao consumo, mas concentrar-se-ão nas classes com maior rendimento, cuja propensão para consumir é mais reduzida. Ainda assim, ajudarão o consumo doméstico como um todo a amortecer o golpe da inflação durante alguns meses. Para além da dinâmica a nível agregado, a capacidade de lidar com o aumento dos preços difere muito de família para família. Os jovens e as pessoas com menores rendimentos já estão a ser forçados a ajustar as suas despesas.

As perspetivas são agora menos animadoras. A grande magnitude e persistência do choque energético fez com que os aumentos de preços já se tenham generalizado. Quase oitenta por cento dos bens apresentam um aumento de preços superior a 2%, e para um terço dos bens o aumento é superior a 10%. A generalização das pressões inflacionistas, para o cabaz como um todo, é duplamente preocupante. Por um lado, porque reduz o poder de compra das famílias. Isto é óbvio. Mas, acima de tudo, porque historicamente tem sido difícil reverter este tipo de dinâmica quando esta foi posta em marcha. Se apenas o preço de alguns bens aumenta, poucas empresas pensam em aumentar os preços. Apenas as diretamente afetadas. Mas quando os aumentos de preços são generalizados em muitos bens, cada vez mais empresas preveem que os seus fornecedores, e também os seus concorrentes, serão forçados a aumentar os preços. E assim, as pressões inflacionistas tornam-se mais generalizadas e mais fortes.

A mudança nas perspetivas dos preços do gás, e as crescentes pressões inflacionistas, obrigar-nos-ão a ajustar o cenário de previsão para a economia portuguesa, o que faremos no próximo mês. As expectativas de inflação a médio prazo continuam bem ancoradas, mas em 2023 é provável que os aumentos de preços sejam um pouco mais elevados do que o esperado e que o crescimento seja mais fraco. Esperemos que este ano acabe por ser como os outros, e que o que aconteceu durante o mês de agosto continue a ser uma miragem.

**Teresa Gil Pinheiro** Setembro 2022



## **Cronologia**

#### AGOSTO 2022

Verão 2022 Ondas de calor e seca na Europa e noutros países do mundo.

Verão 2022 Ruturas de energia da Rússia para a Europa.

31 Morre Mikhail Gorbachev, o último presidente da

#### **JUNHO 2022**

- 26 Cimeira do G7 na Alemanha, onde a guerra na Ucrânia e a energia foram os temas principais.
- 28 Cimeira da NATO em Madrid, onde a Rússia é apontada como a principal ameaça direta.
- 30 A Rússia avança com o controlo de Donbas.

#### **ABRIL 2022**

- 1-31 A guerra russo-ucraniana continua enquanto a Rússia suspende o fornecimento de gás à Bulgária e à Polónia.
  - A China confina inúmeras cidades na sequência de um novo surto de COVID.
- **24** Emmanuel Macron é reeleito presidente de França.

#### **JULHO 2022**

- 7 Demissão de Boris Johnson como primeiro-ministro do Reino Unido.
- 8 Assassinato de Shinzō Abe, antigo primeiro-ministro iaponês.
- 28 Demissão de Mario Draghi como primeiro-ministro de Itália.

#### **MAIO 2022**

- 7 Os talibãs reintroduzem a obrigatoriedade do véu islâmico para as mulheres.
- 22-26 Foro Económico Mundial en Davos.
- 25 Novo tiroteio em massa numa escola primária nos FUA.

#### **MARÇO 2022**

- 1-31 A guerra na Ucrânia, as negociações de paz e as sanções continuam.
  - Crise dos refugiados (mais de 4 milhões de ucranianos refugiaram-se fora da Ucrânia).
- 23 Os Talibãs mantêm um veto ao ensino secundário para as mulheres.

## **Agenda**

#### **SETEMBRO 2022**

- 2 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (agosto). España: rating DBRS.
- 8 Conselho de Governação do Banco Central Europeu.
- 9 Portugal: rating S&P.
- 16 Espanha: inquérito trimestral de custo (2T). Espanha: rating S&P.
- 20-21 Comité do Mercado Aberto da Fed.
- 22 Portugal: preços da habitação (2T).
- 23 Espanha: repartição do PIB por setor (2T) Espanha: balança de pagamentos e PLII (2T). Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (julho e 2T). Portugal: repartição do PIB por setor (2T).
- 29 Espanha: preliminar do IPC (setembro). Portugal: emprego e desemprego (agosto). Zona euro: índice de sentimento económico (setembro).
- **30** Espanha: taxa de poupança das famílias (2T). Portugal: NPL (2T).
  - Portugal: atividade turística (agosto).

#### **OUTUBRO 2022**

- 3 Portugal: produção industrial (agosto).
- 4 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 6-7 Conselho Europeu.
- 10 Espanha: contas financeiras (2T).
- 11 Portugal: volume de negócios nos serviços (agosto).
- 20-21 Conselho Europeu.
- 24 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto). Portugal: dívida do setor não financeiro (agosto).
- 27 Espanha: inquérito da população ativa (3T). Conselho de Governação do Banco Central Europeu. EUA: PIB (3T).
- **28** Espanha: crescimento do PIB (3T). Espanha: crescimento do IPC (outubro). Portugal: crescimento do IPC (outubro). Portugal: rating Fitch.
  - Zona euro: índice de sentimento económico (outubro).
- 31 Portugal: crescimento do PIB (3T). Zona euro: PIB (3T).



#### O fim da abundância?

O Verão ficou caracterizado por uma calma tensa no comportamento da economia e dos mercados financeiros internacionais, aguardando a evolução dos fatores de risco e o seu impacto sobre um ciclo de atividade que começa a dar sinais de exaustão. A questão é se o enfraquecimento do crescimento, que já se perceciona no final do terceiro trimestre, pode terminar em recessão. De momento, a maior fonte de preocupação é a Europa, onde o crescimento abrandou durante os meses de Verão e aproxima-se da estagnação, embora o desempenho das economias americana e chinesa também esteja sujeito a um grau de incerteza não negligenciável, no primeiro caso devido à «dor» infligida pela Fed e, no segundo, devido à manutenção da política COVID-zero e aos seus problemas no setor imobiliário.

Na Zona Euro, a sensação é que os efeitos positivos do levantamento das últimas restrições ligadas à COVID no comportamento do setor dos serviços e a utilização de poupanças acumuladas dificilmente irão compensar o enfraquecimento da indústria e a erosão do poder de compra das famílias, que o aumento da inflação e o endurecimento da política monetária já estão a provocar. Neste sentido, o recente pico dos futuros de gás na Europa (antecipam uma paragem prolongada do fornecimento proveniente da Rússia) e a sensação de que o BCE irá acelerar a subida das taxas de juro para alcançar rapidamente a taxa de juro neutral estão a alterar os pressupostos subjacentes aos cenários económicos. Tudo isto provocará uma nova ronda de revisões em baixa das previsões de crescimento económico nas próximas semanas por parte da maioria dos analistas económicos. Com a Euribor a 12 meses a aproximar--se dos 2% (+2,35 p. p. desde o início do ano), a inflação a exceder os 9% e os preços do gás a flutuarem no intervalo dos 150/200 euros/MWh nos próximos meses, é difícil não pensar em quedas da atividade na região, pelo menos no semestre que vai de outubro a março.

A partir deste momento, a visibilidade é muito limitada, pois tudo dependerá da eficácia da resposta da política económica na Europa ao problema energético e, por conseguinte, da necessidade de aplicar um racionamento da oferta, da flexibilidade do BCE para adaptar a sua rota às exigências que surjam no âmbito da normalização monetária, da evolução dos constrangimentos de abastecimento causados por estrangulamentos (há alguns sinais positivos nos prazos de entrega e custos de frete) ou da evolução do risco geopolítico (Ucrânia, eleições em Itália, Taiwan, Médio Oriente, etc.). Muitas frentes estão abertas ao mes-

mo tempo, em muitos casos correlacionadas, sendo o fator chave o grau em que afetam as expectativas e, sobretudo, o mercado de trabalho. No primeiro caso, os dados mais recentes mostram que a confiança dos agentes económicos (especialmente os empresários dos sectores industriais) já está a antecipar um enfraquecimento da atividade na última parte do ano, embora não um declínio acentuado da atividade. Entretanto, o mercado de trabalho continua a ter um comportamento razoavelmente positivo na maioria dos países da OCDE, com problemas em muitos sectores de atividade em encontrar perfis adequados para preencher vagas de emprego.

Ao nível dos bancos centrais, o desafio será calibrar a dose de endurecimento da política monetária necessária para reduzir a inflação em economias que já se encontram em plena fase de desaceleração. É relativamente fácil arrefecer uma economia sobreaquecida com inflação despoletada pela procura, mas menos fácil de dominar uma inércia ascendente de preços causada, em grande parte, por problemas do lado da oferta, quando a atividade está a perder vapor a um ritmo rápido. Por enquanto, após as dúvidas de 2021, os bancos centrais estão agora a acelerar para recuperar graus de liberdade e pelo menos colocar as taxas de juro em nível neutral antes do final do ano, mesmo que isso implique um sacrifício significativo em termos de crescimento. O problema em circunstâncias como as atuais é que existe o risco tanto de o ultrapassar, como de não o ultrapassar, o que exigirá uma flexibilidade significativa nos próximos meses, bem como uma política de comunicação adequada.

O fim de um longo período de liquidez sem custos, juntamente com o fim da prodigalidade das matérias-primas, da água e da tecnologia são sinais do que o presidente francês chamou este Verão como «o fim da abundância». Quer esta seja ou não uma visão demasiado pessimista da realidade, reflete os tempos de mudança que enfrentamos e a necessidade de nos adaptarmos aos mesmos. Como diz o velho adágio tão atual na sequência da guerra da Ucrânia e da crise energética: «esperemos o melhor, preparemo-nos para o pior».



Final de período, exceto quando é especificado o contrário

#### **Mercados financeiros**

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	3,50	3,75
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	3,75	3,70
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	4,00	3,65
Dívida pública 2 anos	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	3,25	3,00
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,50	3,25
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	0,75	1,25
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	1,25	1,75
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	0,90	1,60
Euribor 1 mês	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	0,94	1,59
Euribor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	1,07	1,67
Euribor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	1,27	1,72
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	1,48	1,78
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	1,40	1,80
Dívida pública 10 anos	4,31	1,70	-0,27	-0,57	-0,31	1,75	2,20
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	1,99	2,35
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	2,24	2,59
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	3,05	3,30
Prémio de risco	11	171	71	62	73	130	110
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	2,16	2,57
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	2,45	2,81
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	3,10	3,35
Prémio de risco	19	334	67	60	65	135	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,09	1,13
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,85	0,85
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	110,0	94,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	100,7	82,0

Previsões



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

#### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,9	-3,1	6,1	3,2	3,4
Países desenvolvidos	2,6	1,4	1,8	-4,5	5,2	2,7	1,6
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	2,2	1,1
Zona Euro	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,4	2,9	1,7
Alemanha	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,9	1,5	1,6
França	2,2	0,9	1,9	-7,9	6,8	2,2	1,4
Itália	1,5	-0,4	0,5	-9,1	6,6	2,7	1,2
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	6,6	2,0
Espanha	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,1	4,2	2,4
Japão	1,4	0,5	-0,2	-4,5	1,7	1,8	1,6
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	-9,3	7,4	3,6	0,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,0	3,7	-2,0	6,8	3,5	4,7
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	3,7	5,2
Índia	7,2	7,0	4,5	-6,7	9,0	6,7	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,2	-3,9	4,6	0,8	2,1
México	2,4	2,1	-0,2	-8,1	4,8	1,9	1,8
Rússia	7,2	1,2	2,2	-2,7	4,8	-8,1	-0,3
Turquia	5,5	4,9	0,9	1,8	11,0	3,1	3,4
Polónia	4,2	3,5	4,8	-2,1	6,0	5,6	2,6
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,6	4,6
Países desenvolvidos	2,1	1,6	1,4	0,7	3,1	6,4	2,9
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	7,8	3,2
Zona Euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	7,5	3,4
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	7,6	3,5
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,8	2,9
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	6,9	3,1
Portugal	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,5	2,2
Espanha	3,2	0,8	0,7	-0,3	3,1	8,0	2,6
Japão	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	1,7	0,9
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	7,6	3,6
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,2	5,9	8,4	5,8
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,9	1,8
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,1	5,4	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	8,3	10,5	5,1
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	7,2	4,5
Rússia	14,2	8,2	4,5	3,4	6,7	14,0	7,5
Turquia	22,6	9,1	15,2	12,3	19,6	62,3	26,4
Polónia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	11,2	7,0

Previsões



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

#### Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,3	3,3	-7,1	4,5	5,9	2,1
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,1	1,7	0,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-1,3	5,4	-2,7	6,4	5,1	7,3
Bens de equipamento	3,2	2,7	1,6	-6,2	13,2	-	_
Construção	-1,5	-3,6	7,7	1,6	4,0	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,2	5,2	2,8
Exportação de bens e serviços	5,2	3,9	4,1	-18,6	13,1	12,8	5,1
Importação de bens e serviços	3,6	2,4	4,9	-12,1	12,9	8,6	6,7
Produto interno bruto	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	6,6	2,0
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,8	1,7	0,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	5,9	5,7
Índice de preços no consumidor	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,5	2,2
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-1,1	-2,2	-1,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,7	2,1	2,1
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,6	0,1	-5,8	-2,8	-1,7	-0,7

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,1	0,9	-12,2	4,7	1,5	3,1
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,0	0,8
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,6	4,3	6,7	3,6
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	12,4	2,5
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	2,4	4,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,4	1,5	-9,0	5,0	2,3	2,6
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,2	14,7	10,9	1,6
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	5,4	2,2
Produto interno bruto	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,1	4,2	2,4
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,6	3,8	1,7
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,0	12,6
Índice de preços no consumidor	3,2	0,8	0,7	-0,3	3,1	8,0	2,6
Custos de trabalho unitários	3,0	0,3	3,1	5,0	0,8	2,8	2,7
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,1	2,4	1,2	1,9	1,1	2,2
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,9	-3,1	-10,3	-6,9	-5,5	-4,8

**Nota:** 1. Não inclui perdas por ajudas a instituções financeiras.

Previsões



# O choque energético abala os mercados financeiros

A crise energética agrava-se... A intensificação da crise energética foi o fator mais importante nos mercados financeiros durante os meses de Verão. As interrupções no fornecimento de gás para a Europa a partir da Rússia (redução do fluxo via Nord Stream 1 de 40% para 20% da sua capacidade em julho e o encerramento temporário no final de agosto), juntamente com as altas temperaturas e as secas de Verão, levaram a um aumento acentuado dos preços do gás natural na Europa, levando o índice de referência TTF a atingir os 340 €/MWh, um recorde histórico e mais do dobro do preço no final de junho. No final de agosto, os mercados futuros previram que o preço permaneceria acima dos 200 €/MWh pelo menos até meados de 2023, um caminho que prolongaria as pressões inflacionistas e poderia levar a um aperto da estratégia de normalização da política monetária. Nesse sentido, as intervenções mais recentes tanto dos membros da Reserva Federal como do BCE mostraram uma disposição clara em continuar a aumentar as taxas oficiais para conter a elevada inflação. Neste contexto, em setembro estamos em processo de revisão das nossas principais previsões macrofinanceiras. O novo cenário implicará, entre outros elementos, um ritmo um pouco mais rápido de subidas de taxas nos principais bancos centrais.

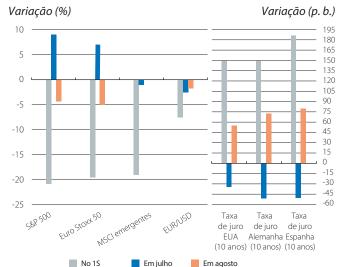
...e agita a calma tensa nos mercados financeiros. O colapso do mercado do gás e o tom hawkish dos bancos centrais desencadeou um choque negativo na confiança nos mercados financeiros, interrompendo o bom momento que tinha sido registado nos ativos de risco ao longo do mês de julho. Assim, o ajustamento em alta nas expectativas de inflação e, consequentemente, nas taxas implícitas dos mercados monetários refletiu-se num aumento acentuado nas taxas soberanas (72 p.b. a 1,5% para o bund alemão; 54 p.b. a 3,2% para a obrigação equivalente a 10 anos dos EUA no final de agosto) e num achatamento das curvas soberanas. Por sua vez, as bolsas internacionais terminaram agosto com quedas mensais (5,1% para o Euro Stoxx e 4,2% para o S&P 500), o que inverteu parcialmente os ganhos do mês de julho (7,3% e 9,1%, respetivamente). Entretanto, o preço do petróleo flutuou à volta dos 100 dólares por barril para o Brent durante os meses de julho e agosto; os receios da recessão exerciam pressão em baixa nos preços, enquanto os possíveis cortes na produção por parte da OPEP atenuaram as quedas.

O BCE abandona as taxas negativas e apoia a dívida periférica. Na sua reunião de 21 de julho, o BCE surpreendeu ao anunciar um aumento de 50 p. b. nas taxas oficiais, o dobro do que comunicara na sua reunião anterior, abandonando assim as taxas de juro negativas. Este aumento superior ao esperado foi justificado pela persistência das pressões inflacionistas, um risco que foi agravado nas últimas semanas pela situação no mercado do gás. Neste sentido, as mensagens mais recentes dos membros do Conselho de Governadores apontam no sentido de um apoio generalizado para continuar a ajustar as taxas

## 

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

#### Variáveis financeiras selecionadas



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

## Prémios de risco na dívida soberana a 10 anos



**Nota:** Spread para a taxa soberana a 10 anos na Alemanha **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloombera.



em alta, apesar de haver alguma divergência relativamente ao ritmo de subidas, com os membros mais hawkish a favorecerem um aumento do ajustamento para 75 p.b. já na reunião de setembro. No final de agosto, os mercados monetários esperavam que o BCE aumentasse as taxas oficiais em 150 p.b. entre setembro e dezembro e em 75 p.b. ao longo de 2023. Por sua vez, em julho, o BCE também aprovou o Transmission Protection Instrument (TPI), a nova ferramenta anti-fragmentação, que lhe permite adquirir, sob certos critérios, dívida soberana dos países cujos prémios de risco aumentem de forma «não desejada ou desordenada». O anúncio do TPI e o apoio através dos reinvestimentos (17.000 milhões de euros a favor da dívida periférica em junho-julho) contribuíram para manter os prémios de risco da dívida periférica relativamente contidos, incluindo em Itália, apesar das eleições antecipadas no final de setembro (ver o Focus «O BCE e os prémios de risco na periferia» nesta edição da Informação Mensal).

A Fed, por sua vez, mantém o ritmo de subidas. Pela segunda reunião consecutiva, a Reserva Federal acordou em julho aumentar as taxas de juro oficiais em 75 p.b. para o intervalo de 2,25%-2,50%, em torno do terreno neutro que não estimula nem contrai a economia, segundo as próprias estimativas do Banco Central. Na conferência de Jackson Hole, o Presidente Jerome Powell reiterou a intenção do Banco Central em continuar a aumentar as taxas acima do nível neutro e de as manter em níveis elevados até observar evidências claras de que a inflação está a ser moderada em linha com o objetivo. Em contraste, os mercados monetários apostam que é provável que a Fed altere de rumo a partir do 2S de 2023, quando a primeira redução nas taxas oficiais for efetuada, expectativas que, no entanto, foram corrigidas em baixa nas últimas semanas devido à elevada volatilidade. A elevada incerteza e a rápida normalização da política monetária por parte da Fed deram um maior apoio ao dólar, com uma apreciação (em termos nominais efetivos) de 2% desde o final de junho até ao final de agosto e cotando acima da paridade face ao euro.

Saída líquida de capitais dos mercados emergentes. O aumento da incerteza, o agravamento das condições financeiras no Ocidente e a escalada das pressões inflacionistas a nível mundial continuaram a deteriorar o interesse dos investidores nos países emergentes. Assim, segundo o Instituto Internacional de Finanças de Espanha, em julho assistiu-se a um novo declínio nos fluxos monetários líquidos para estas economias (-9.799 milhões de dólares), o quinto mês consecutivo de saída líquida de capitais. Como resposta, os bancos centrais de alguns países aprovaram novos aumentos nas taxas oficiais. As exceções foram o banco central da Turquia e o Banco Popular da China. O primeiro surpreendeu em agosto com um corte na taxa de referência de 100 p.b. para 13%, enquanto o segundo acordou uma descida de 15 p.b. na taxa para créditos a cinco anos, que serve de referência para os empréstimos hipotecários. O Governo chinês também anunciou um plano de estímulo económico, com a maior parte das medidas destinadas a apoiar o mercado imobiliário.

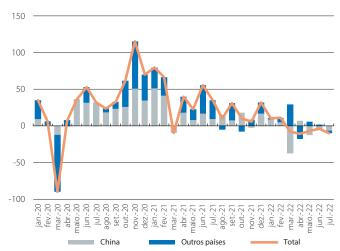
## Expectativas sobre as taxas de juro de referência da Fed e do BCE



**Nota:** Forwards sobre o EFFR e a taxa OIS da Zona Euro derivados a partir de curvas de juro de mercado.

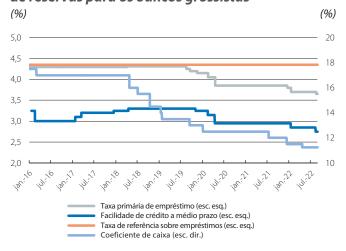
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloombera

# Fluxos líquidos de capital para economias emergentes (Milhares de milhões de dólares)



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

#### Principais taxas de juro da China e o coeficiente de reservas para os bancos grossistas



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg



## O BCE e os prémios de risco na periferia

O BCE gere a política monetária de uma união formada por diferentes economias europeias, cada uma com a sua estrutura económica, fiscal, social e política. Isso implica que uma mudança na política monetária possa ser transmitida, de forma heterogénea, entre os países da Zona Euro. Por exemplo, se existem dúvidas sobre a capacidade de pagamento da dívida em algum país devido ao seu escasso crescimento económico a longo prazo, ou devido ao elevado rácio da sua dívida em relação ao PIB, é provável que uma subida das taxas de juro oficiais, como a levada a cabo recentemente pelo BCE para combater a elevada inflação, aumente de forma desigual as taxas dos juros soberanos na zona Euro.

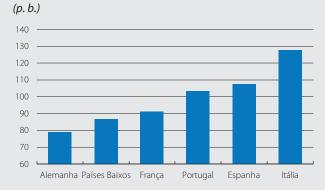
O primeiro gráfico representa o aumento das taxas de juro por volta das datas em que o BCE anunciou que pretendia abandonar as taxas de juro negativas durante o 3T de 2022. Podemos assim observar como o rendimento da dívida soberana a 10 anos aumentou na Alemanha cerca de 80 p.b., enquanto na Itália esse aumento foi de quase 130 p.b. A resposta do BCE a esta reação assimétrica dos mercados financeiros não se fez esperar e, apenas seis dias depois da reunião de 9 de junho em que tinha anunciado como se produziriam as subidas das taxas de juro oficiais durante o terceiro trimestre de 2022, teve lugar uma reunião de urgência para anunciar duas decisões que visam conter a subida dos prémios de risco,¹ que se descrevem a sequir.

#### Ferramentas para amortecer a subida dos prémios de risco na periferia: reinvestimentos flexíveis do PEPP e TPI

Apesar das compras líquidas do PEPP (pandemic emergency purchase programme) terem terminado em março, o BCE continua ativo no mercado de dívida soberana neste programa, reinvestindo os ativos à data do seu vencimento. O total de dívida pública que o BCE possuiu no âmbito do PEPP é de, aproximadamente, 1.650 milhares de milhões de euros, dos quais cerca de 20.000 milhões vencem mensalmente. Com esta capacidade limitada, o BCE começou em junho a limitar os reinvestimentos da dívida nos países do núcleo da Zona Euro para os da periferia, com o objetivo de conter os seus prémios de risco (ver segundo gráfico).

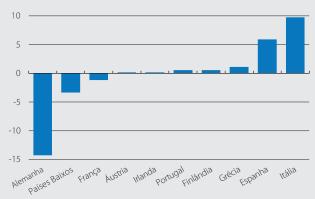
No entanto, o foco da atenção centrou-se no novo mecanismo do BCE, o TPI (transmission protection instrument), uma ferramenta cujos principais detalhes foram divulgados na reunião de 21 de julho. O TPI permitirá ao BCE a aquisição de dívida dos países em que estimar que a subida dos prémios de risco coloque em causa a transmissão da política monetária, sem que isso esteja justificado pelos fundamentos macroeconómicos. Para começar, o volume de ativos que poderia ser adquirido com este

# Taxa de juros soberana a 10 anos: variação entre 27 de maio e 14 de junho de 2022



Nota: Christine Lagarde fez uma publicação no blogue do BCE, no dia 23 de maio de 2022, na qual explica quando esperava finalizar as compras líquidas do APP e como realizar as primeiras subidas das taxas de juro. No dia 9 de junho confirmou-se esta expetativa, na reunião do Conselho de Governadores, e no dia 15 de junho celebrou-se uma reunião de urgência para responder a este aumento assimétrico das taxas de juros soberanas. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

# PEPP: compras líquidas de dívida soberana realizadas nos meses de junho e julho de 2022 (Milhares de milhões de euros)



**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do BCE.

programa é ilimitado, não se descartando a possibilidade da aquisição de dívida corporativa. O BCE explicou que estas compras não interferirão com a orientação da política monetária, pelo que não deveriam ter um impacto persistente no balanço do banco central nem na liquidez da economia, embora ainda não tenha especificado os detalhes de como se contrabalançaria o peso destas eventuais compras.

Por outro lado, o Conselho de Governadores do BCE determinará que países são elegíveis para beneficiarem deste instrumento, tendo em conta alguns critérios de carácter macroeconómico (ver tabela). De um modo geral, estes critérios não parecem ser excessivamente exigentes pelo que, atualmente, é muito provável que todos os países da Zona Euro possam ser elegíveis. Quanto à primeira condição especificada, atualmente as normas do procedimento

<sup>1.</sup> O prémio de risco é o custo adicional pago por um país emissor de dívida em relação ao bund alemão a 10 anos, para recompensar o investidor por investir num ativo de maior risco.



excessive deficit procedure (EDP)<sup>2</sup> encontram-se suspensas, não se esperando a sua reintrodução até 2024, pelo que durante 2022 e 2023 todos os países poderiam revelar-se elegíveis de acordo com este critério. Além disso, no caso de que algum país entrasse no processo do EDP, ou no procedimento excessive imbalance procedure (EIP) da segunda condição, poderia ainda ser elegível para o TPI, se se considerar que estão a ser seguidas as recomendações do Conselho da UE para corrigir tais desequilíbrios. De igual modo, a terceira condição também está sujeita a uma interpretação muito subjetiva, pois não existe uma única definição de sustentabilidade da dívida e o Conselho de Governadores reservou para si discricionariedade suficiente para poder deliberar sobre este assunto. Por último, no que se refere a cumprir com os compromissos do Plano de Resiliência e Recuperação e com as recomendações semestrais da Comissão Europeia, parece lógico supor que nenhum país da UE falhará flagrantemente no cumprimento dos seus compromissos.

# Os prémios de risco na periferia no 3T de 2022: acima do esperado com base nos seus fundamentos

Como foi mencionado, o BCE optará por utilizar a ferramenta TPI se considerar que o prémio de risco de um país membro se situa significativamente acima do prémio de risco coerente com os fundamentos macroeconómicos, o denominado prémio de risco macro. A pergunta que então se coloca é: Quais são os prémios de risco macro atuais e como se comparam com os observados no mercado de dívida soberana?

Apesar do prémio de risco macro de um país não ser uma variável observável, pode ser calculado de acordo com um conjunto de variáveis. Por um lado, o crescimento económico e o rácio da dívida em relação ao PIB são variáveis que determinam a capacidade de pagamento da dívida de um país. Num ponto de vista monetário, a taxa de inflação e as taxas de juro de referência fixadas pelo BCE também exercem influência sobre o prémio de risco macro. Por outro lado, devemos considerar a rentabilidade da dívida dos países não pertencentes à Zona Euro, uma vez que representam oportunidades de investimento alternativo, bem como o grau de incerteza existente nos mercados financeiros. Tendo em consideração todos estes elementos, podemos estimar a taxa de juro macro dos países do núcleo e da periferia da Zona Euro, através de um modelo simples.<sup>3</sup>

- 2. Em concreto, i) não ter um déficit fiscal superior a 3% e ii) não ter um rácio de dívida em relação ao PIB superior a 60 %, ou, no caso de este ser superior, apresentar uma tendência decrescente (redução de 1/20 anual de média durante os últimos três anos).
- 3. Constrói-se uma regressão (mínimos quadrados ordinários) com dados do painel entre o 1T 1999 e o 4T 2009 para a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Itália, Irlanda, Países Baixos e Portugal. Não se considera o período a partir do primeiro trimestre de 2010, uma vez que a crise da dívida soberana, a implementação da política monetária não convencional pelo BCE e a crise da COVID-19 alterariam de forma significativa as previsões do modelo. Incluem-se como variáveis explicativas da taxa macro o crescimento do PIB real, o rácio da dívida em relação ao PIB, a taxa de inflação, a taxa Euribor a três meses, um indicador de volatilidade bolsista (VSTOXX), a taxa de juro soberano norte-americana a 10 anos e os efeitos fixos do país. O R² da regressão é de 77% e os coeficientes previstos estão em linha com artigos relacionados. Por exemplo, ver Pamies *et al.* (2021). «Do Fundamentals Explain Differences between Euro Area Sovereign Interest Rates?». European Commission, European Economy Discussion Papers.

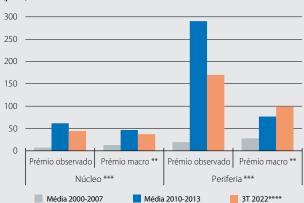
#### Critérios de elegibilidade especificados pelo BCE

- 1. Não estar sujeito ao Procedimento de Défice Excessivo ou, se for o caso, cumprir com as recomendações do Conselho da UE.
- **2.** Não estar sujeito ao Procedimento de Desequilíbrio Excessivo ou, se for o caso, cumprir com as recomendações do Conselho da UE.
- **3.** Considerar a trajetória da dívida pública como sustentável, tendo em conta, entre outros, a análise da Comissão Europeia, do FMI ou do próprio BCE.
- **4.** Cumprir com os compromissos do Plano de Resiliência e Recuperação e com as recomendações semestrais da Comissão Europeia.

Fonte: BPI Research, a partir de informação do BCE.

# Prémios de risco soberano para a dívida a 10 anos\*





Notas: \* Diferença entre a taxa de juro a 10 anos paga por um país emissor de dívida em relação ao bund alemão. \*\*Prémio de risco previsto pelos fundamentos macroeconómicos (crescimento económico, dívida pública, inflação, política monetária do BCE, volatilidade bolsista e condições financeiras globais). \*\*\* Núcleo: média ponderada da Áustria, Bélgica, França e Países Baixos. Periferia: média ponderada da Espanha, Itália e Portugal. \*\*\*\* Utilizam-se dados até à data de 18 de agosto.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados de Oxford Economics, Datastream, Bloomberg, European Banking Federation e STOXX.

Até à data, os resultados correspondentes ao 3T 2022 mostram que, ao contrário do que acontece nos países do núcleo da Zona Euro, os prémios de risco da periferia se situam acima dos valores sugeridos pelos fundamentos macroeconómicos. Não obstante, a diferença entre o prémio observado e o prémio macro está muito longe da verificada durante a crise da dívida soberana de 2010-2013 (ver o terceiro gráfico). Com o prémio de risco da Itália em torno dos 220 p.b. e o de Espanha e de Portugal um pouco acima dos 100 p.b., o BCE não prevê que seja já necessário ativar o TPI. No entanto, quando em junho o prémio de risco da Itália subiu até perto dos 250 p.b., soaram os alarmes no Conselho de Governadores para começar a considerar o TPI. Assim, é possível que, se o prémio de risco do país transalpino voltasse a situar-se ou a ultrapassar estes níveis, o BCE colocasse sobre a mesa a possibilidade de adquirir dívida pública italiana através do TPI. O mais interessante é que isto não quer dizer que finalmente tivesse de o fazer, porque a simples advertência de que está disposto a fazê-lo por volta destes níveis poderia ser suficiente para moderar o prémio de risco.



## Continua a dança do mercado de matérias-primas

A volatilidade demonstrada pelos preços das matériasprimas desde o início da pandemia continua a ser um fator-chave no cenário económico, devido às suas implicações nos custos de produção e os preços suportados pelos consumidores no seu cabaz de compras.

A forte recuperação da procura global após a primeira vaga da COVID-19, juntamente com os problemas de oferta de muitas economias exportadoras de matérias-primas, resultou numa valorização significativa das commodities expostas ao ciclo económico (metais industriais e preços energéticos) ao longo da segunda metade de 2020 e durante a maior parte de 2021.<sup>1</sup> Quando essa tendência ascendente parecia chegar ao fim, entre o 4T 2021 e o 1T 2022, o início da guerra na Ucrânia veio provocar um aumento de preços adicional da maioria das matérias-primas nas primeiras semanas do conflito, em especial aquelas em que a Rússia e a Ucrânia são os principais fornecedores mundiais (ver primeiro e segundo gráficos). A partir dessa reação inicial ao impacto da guerra, de aumento generalizado dos preços, os preços das matérias-primas evoluiram de forma diferente, segundo o tipo de produto. Nas seguintes secções analisamos os diferentes fatores que afetaram cada grupo de matérias-primas ao longo das últimas semanas.

# As matérias-primas relacionadas com a energia são as que mais se revalorizaram

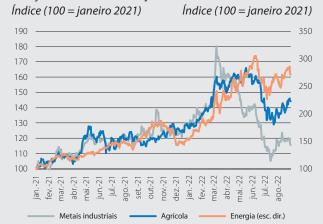
A Rússia é o terceiro maior produtor de petróleo do mundo e o segundo em termos de exportações, com um pouco mais de 10% do total mundial em ambos os casos. O país é também um dos principais exportadores de gás natural, com com maior peso de destinos europeus (exporta 40% do gás natural consumido pela região). Como se trata de um importante fornecedor mundial, o surto de guerra e a imposição de sanções ocidentais, os preços do Brent e do gás natural (principalmente a TTF holandesa, a referência europeia) oscilaram fortemente em alta devido ao choque da oferta.

No que se refere ao gás natural, a constante incerteza sobre a segurança dos fluxos de gás russo para o Velho Continente (com constantes interrupções e com uma redução do fornecimento através do Nord Stream I) levou a uma subida dos preços do TTF, que alcançou máximos históricos (338 €/MWh a 26 de agosto), protagonizando um aumento próximo de 250% entre junho e essa data. Nos últimos dias de agosto, o preço apresentou uma moderação graças ao forte aumento dos inventários de gás na Alemanha (próximos dos 85%), embora esta tendência se tenha invertido quando foi noticiado que a Rússia interromperia o fluxo por esse gasoduto por um período indefinido no início de setembro.

No que se refere ao petróleo, a sua cotação apresentou uma descida notável desde os valores máximos de 128 dólares

1. Ver o Focus «Matérias-primas: o ressurgir de um mercado em plena recessão global» no IM02/2021.

#### Preços das matérias-primas



**Nota:** Dados a 31 de agosto de 2022. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg

por barril registados em março, embora, em agosto, se tenha mantido por volta dos 100 dólares (perto do nível mais alto dos últimos sete anos). O receio dos investidores perante o enfraquecimento da economia mundial e a sua repercussão sobre a procura de petróleo vieram compensar amplamente o défice de oferta de que o setor padece desde o início da pandemia. Não obstante, ao contrário do que acontece com o preço do gás natural, o preço do petróleo pago na Europa é muito menos dependente da oferta russa por se tratar de um produto muito mais comercializado a nível mundial.² Neste sentido, é mais fácil mudar entre diferentes fornecedores; o mesmo não acontece com o gás natural, em que a dependência da Rússia é maior e a mudança para outros fornecedores é mais dispendiosa e mais demorada.

# O preço dos metais acusou uma reação excessiva perante o impacto inicial da guerra

No caso dos metais industriais, os preços subiram inicialmente com força, devido ao receio de uma diminuição dos fornecimentos da Rússia dos metais em que é um produtor de referência (paládio, níquel e alumínio). À medida que o conflito bélico foi avançando, esse risco de escassez no abastecimento não se materializou e tranquilizou os mercados. Ao mesmo tempo começaram a surgir os primeiros sinais de diminuição da atividade na China (principalmente nos setores da construção e imobiliário), onde a chegada da variante ómicron implicou o confinamento rigoroso de algumas das regiões industriais do país. A título de balanço, ambos os fatores favoreceram a diminuição dos preços entre 20% e 50% em relação aos valores máximos de março, dependendo do metal. O exemplo mais representativo foi o do níquel, que duplicou o seu valor nas primeiras semanas do conflito e foi diminuindo rapidamente de preço, até se situar nos níveis prévios ao início do conflito.

2. Os preços do gás natural variam com maior intensidade entre as regiões, em parte devido aos custos associados ao seu transporte, enquanto os preços do petróleo são mais globais.



## Os preços das matérias-primas agrícolas começam a moderar no 3T 2022

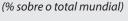
Os preços dos bens agrícolas, principalmente dos cereais, como o trigo e o milho, de que a Rússia e a Ucrânia são fornecedores a nível mundial, também aumentaram significativamente. Ao contrário do que aconteceu com os metais, cuja tensão nos preços começou a diluir-se no final de abril, os preços dos bens agrícolas mantiveram-se fortes durante grande parte do 2T 2022, em resultado de vários fatores específicos, como o encerramento dos portos marítimos da Ucrânia para o Mar Morto, o aumento dos preços dos fertilizantes a nível mundial (de que a Rússia e a Ucrânia também são fornecedores mundiais), os problemas causados pela seca em alguns grandes produtores mundiais (basicamente, nos EUA e na Europa) e a imposição de proibições à exportação de alimentos por parte de vários países produtores da Ásia, como a Índia (devido aos receios de insegurança alimentar).

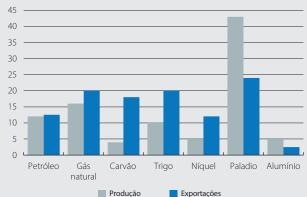
Não obstante, em meados de junho verificou-se uma reversão de parte destes fatores (sendo o mais relevante a reabertura do porto de Odessa à exportação) e os preços dos bens agrícolas diminuiram, situando-se em níveis próximos dos anteriores ao início do conflito, como foi o caso do trigo, cujo preço diminuiu mais de 20% em relação aos valores máximos alcançados este ano. Outro aspeto que contribuiu significativamente para este movimento foi a descida dos prémios de risco nos preços dos futuros, uma vez que os riscos de escassez no sector não se concretizaram.

## A guerra continuará a marcar a evolução do mercado das matérias-primas

No que se refere aos próximos meses, existe uma enorme incerteza (muito vinculada ao desenvolvimento da guer-

# Rússia: produção e exportação de matérias-primas





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

ra) e, por enquanto, tudo parece indicar que se manterão as tendências atuais a curto e a médio prazo. Por um lado, a diminuição da atividade poderia continuar a reduzir a procura de matérias-primas, em especial dos metais industriais. Por outro lado, os fatores estruturais dos mercados de matérias-primas apontam para que a diminuição dos preços seja pouco relevante, tendo em conta os seguintes fatores: a incerteza associada à guerra, que manterá os preços da energia em níveis elevados; a forma como o aumento dos preços da energia afetará o resto dos preços das matérias-primas, e o baixo nível atual dos inventários de matérias-primas (em junho era aproximadamente 19% inferior à média histórica). De igual modo, no caso das matérias-primas agrícolas, é provável que os preços mantenham uma volatilidade mais elevada do que o normal, devido aos problemas de oferta pela aceleração dos efeitos das alterações climáticas.

#### Matérias-primas: preços e variação

	Medida	Droso		Varia	ção (%)	
	Medida	Preço	Agosto	No ano	2020	2021
Commodities	índice	122,5	0,5	23,5	-4,7	27,8
Energia	índice	55,5	1,5	79,6	-44,4	54,5
Brent	\$/barril	97,8	-11,1	25,8	-25,0	51,5
WTI	\$/barril	90,8	-6,2	27,9	-11,0	57,6
Gás natural (Europa)	€/MWh	281,0	47,2	299,5	54,6	270,2
Metais preciosos	índice	194,5	-4,8	-11,2	25,4	-6,2
Ouro	\$/onza	1.716,0	-3,2	-6,2	25,0	-3,4
Paládio	\$/onza	2.105,6	-4,1	10,5	23,9	-19,5
Metais industriais	índice	155,6	-1,5	-10,0	15,4	29,0
Alumínio	\$/Tm	2.391,0	-3,9	-14,8	9,4	40,4
Cobre	\$/Tm	7.864,0	-0,7	-19,1	26,2	23,9
Níquel	\$/Tm	21.369,0	-9,5	2,9	17,2	23,7
Agrícola	índice	69,4	3,7	14,2	14,4	28,0
Milho	\$/fanega	678,0	10,0	14,3	22,2	25,0
Trigo	\$/fanega	800,0	-1,0	3,8	15,2	20,3

**Notas:** Dados no final do período. Referência: indices das matérias-primas da Bloomberg. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloombera.



### Taxas de juro (%)

31-agosto	31-julho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
0,50	0,50	0	50,0	50,0
0,65	0,23	42	122,6	120,4
1,78	0,92	86	227,9	227,4
0,67	0,38	29	130,8	133,8
1,20	0,28	92	182,2	191,3
1,54	0,82	72	171,8	191,4
2,74	1,92	82	217,2	240,0
2,63	1,84	79	216,3	241,7
2,50	2,50	0	225,0	225,0
3,08	2,79	29	287,3	296,3
4,16	3,71	45	357,7	393,2
3,48	2,89	60	310,7	341,9
3,49	2,88	61	276,1	328,4
3,19	2,65	54	168,3	189,9
	0,50 0,65 1,78 0,67 1,20 1,54 2,74 2,63 2,50 3,08 4,16 3,48 3,49	0,50 0,50 0,65 0,23 1,78 0,92 0,67 0,38 1,20 0,28 1,54 0,82 2,74 1,92 2,63 1,84  2,50 2,50 3,08 2,79 4,16 3,71 3,48 2,89 3,49 2,88	0,50     0,50     0       0,65     0,23     42       1,78     0,92     86       0,67     0,38     29       1,20     0,28     92       1,54     0,82     72       2,74     1,92     82       2,63     1,84     79       2,50     2,50     0       3,08     2,79     29       4,16     3,71     45       3,48     2,89     60       3,49     2,88     61	31-agosto         31-julilo         (p. b.)         em 2022 (p. b.)           0,50         0,50         0         50,0           0,65         0,23         42         122,6           1,78         0,92         86         227,9           0,67         0,38         29         130,8           1,20         0,28         92         182,2           1,54         0,82         72         171,8           2,74         1,92         82         217,2           2,63         1,84         79         216,3           2,50         2,50         0         225,0           3,08         2,79         29         287,3           4,16         3,71         45         357,7           3,48         2,89         60         310,7           3,49         2,88         61         276,1

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

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	120	101	19	71,8	75,0
Itraxx Financeiro Sénior	129	110	20	74,5	77,9
Itraxx Financeiro Subordinado	241	204	36	132,6	141,1

#### Taxas de câmbio

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,005	1,022	-1,6	-11,6	-15,1
EUR/JPY (ienes por euro)	139,700	136,160	2,6	6,7	7,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,865	0,839	3,1	2,8	0,6
USD/JPY (ienes por dólar)	138,960	133,270	4,3	20,8	26,3

#### Matérias-primas

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	585,0	582,5	0,4	1,2	5,0
Brent (\$/barril)	96,5	110,0	-12,3	24,1	34,8
Ouro (\$/onça)	1.711,0	1.765,9	-3,1	-6,5	-5,7

#### Rendimento variável

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.955,0	4.130,3	-4,2	-17,0	-12,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.517,3	3.708,1	-5,1	-18,2	-16,8
Ibex 35 (Espanha)	7.886,1	8.156,2	-3,3	-9,5	-12,3
PSI 20 (Portugal)	5.995,2	6.123,2	-2,1	7,6	9,6
Nikkei 225 (Japão)	28.091,5	27.801,6	1,0	-2,4	-1,3
MSCI emergentes	994,1	993,8	0,0	-19,3	-24,3



# Tempos de seca nas perspetivas de crescimento global

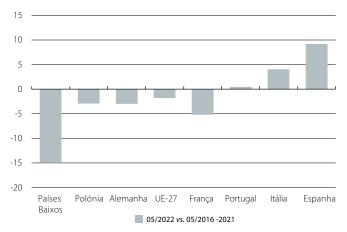
A crise energética ameaça a economia europeia. Mais do que temperaturas altas e fatos de banho, os meses de Verão trouxeram a pior seca da Europa em 500 anos e uma escalada sem precedentes da crise energética. Os preços do gás natural nos mercados financeiros atingiram novos máximos acima dos 300 €/MWh, 15 vezes acima da média histórica. Os preços cotados nos mercados de futuros para 2023 subiram 50% em agosto, em comparação com julho, para um valor acima dos 200 €/MWh. A persistência da crise energética terá sem dúvida um impacto nas perspetivas de crescimento global, com a Europa no epicentro da tempestade. Precisamente para mitigar o seu impacto na economia, os esforços de redução da procura já anunciados pelos Estados-Membros da UE devem ser em breve acompanhados por medidas de reforma dos mercados europeus de eletricidade, com o objetivo de dissociar os preços da eletricidade dos preços do gás. Neste contexto, o indicador composto PMI da atividade global era de 50,8 em julho, o seu nível mais baixo em dois anos, aproximando-se assim da zona de contração. Assim, em setembro deste ano, estamos em processo de revisão das nossas principais previsões macrofinanceiras. O novo cenário implicará taxas de crescimento económico mais baixas, inflação mais elevada e um ritmo mais rápido de subida das taxas de juro.

Dados animadores de crescimento para o primeiro semestre do ano na Zona do Euro, recessão nos EUA? Antes da tempestade energética de agosto, os indicadores de atividade do 2T mostraram uma economia europeia resiliente. Especificamente, o PIB da Zona Euro cresceu 0,6% no 2T 2022 em comparação com o trimestre anterior (+3,9% em termos homólogos). Entre as maiores economias da região, o PIB revelou-se particularmente sólido em Itália (+1,0% trimestrais) e Espanha (1,1%), mais moderado em França (0,5%) e fraco na Alemanha (0,1%). Por outro lado, tanto no Reino Unido como nos EUA o PIB contraiu 0,1% no 2T, chegando a colocar a economia dos EUA em território de «recessão técnica» (com dois trimestres de contrações). Contudo, tanto a força do mercado de trabalho (a taxa de desemprego permanece abaixo dos 4%) como a decomposição do crescimento (os declínios concentraram-se na alteração dos inventários e do investimento residencial) continuam a sugerir um quadro macroeconómico não-recessivo (ver Focus «EUA: em recessão?» neste mesmo relatório). No entanto, olhando para o segundo semestre do ano, a crise energética aliada ao novo ciclo de subida de taxas trará mais ventos desfavoráveis para a economia global.

Uma segunda metade do ano que se prevê complicada. A debilidade da economia europeia face à crise energética é já visível nos indicadores de atividade disponíveis para o 3T 2022. O PMI composto para a Zona Euro caiu em agosto para 49,2

#### UE-27: consumo de gás

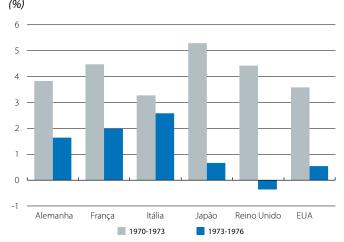
Variação do acumulado de 12 meses (%)



**Nota:** Tendo em conta a elevada volatilidade do consumo de gás, utiliza-se a variação do consumo acumulado de 12 meses em maio de 2022 (últimos dados disponíveis) em relação à média do mesmo mês observada entre 2016 e 2021.

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

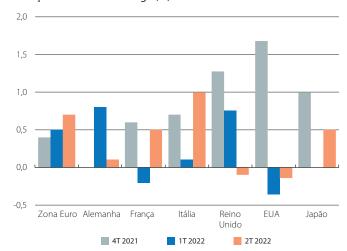
# Global: crescimento real do PIB antes e depois do primeiro shock do petróleo



**Nota:** Utilizamos as médias anuais do crescimento real do PIB entre 1970-1973 e 1973-1976. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do OECD Economic Outlook de junho de 2022.

#### Global: PIB

Variação trimestral homóloga (%)



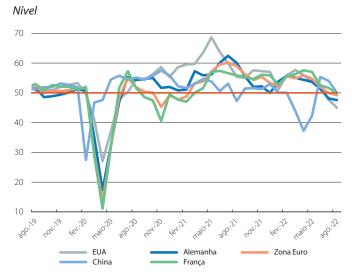
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do BEA e da Bloomberg.

pontos, depois de em julho se ter situado nos 49,9 pontos, ambos os valores consistentes com uma ligeira queda da atividade já no 3T. Em particular, na Alemanha, o PMI composto está claramente abaixo do limiar dos 50 pontos pelo segundo mês consecutivo (47,6 em agosto, o seu valor mais baixo desde junho de 2020), e o indicador Ifo de agosto manteve-se em níveis muito baixos (88,5 pontos). A deterioração da atividade económica na Zona Euro é particularmente visível no setor industrial, embora o recente impulso no setor dos serviços esteja já a mostrar alguns sinais de exaustão. Por outro lado, o índice de sentimento económico da Comissão Europeia sugere uma forte deterioração da atividade em toda a Europa de Leste. Por sua vez, nos EUA os indicadores mais recentes são um pouco mais mistos: o indicador empresarial PMI composto situavase nos 45,0 pontos em agosto (vs. 47,7 em julho), mas os índices do ISM foram positivos no Verão, tal como os indicadores do mercado de trabalho.

Verificam-se melhorias em alguns dados de inflação, mas as pressões inflacionistas persistem. Nos EUA a inflação global diminuiu para 8,5% em julho, uma moderação de -0,6 p.p. em relação ao mês anterior, mas ainda assim está em níveis muito elevados. Por sua vez, a inflação subjacente manteve-se em 5,9%. Na Zona Euro, a inflação atingiu um novo máximo de 9,1% em agosto (8,9% em julho), mas a evolução foi distinta consoante os países. Enquanto subiu 0,3 p.p. na Alemanha (para 8,8%, um máximo de 40 anos) e 0,6 p.p. em Itália (para 9,0%), caiu 0,3 p.p. em França (para 6,5%) e 0,4 p.p. em Espanha. A medida principal da inflação para a Zona Euro aumentou 0,3 p.p. para 4,3%, o que reflete as crescentes pressões inflacionistas no total do cabaz do consumidor. Os dados mais recentes sugerem que o BCE pode ser forçado a acelerar as subidas de taxas, algo que os mercados financeiros já contavam no final de agosto.

A China, a segunda maior economia do mundo, mostra-se seca e estagnada. Entre o agravamento da crise no setor imobiliário, o impacto contínuo da política de COVID zero e uma das mais longas secas registadas no país, a China não mostra sinais de recuperação. Após uma contração de 2,6% do PIB no 2T, que posicionou o crescimento homólogo em 0,4%, os dados de atividade disponíveis para o 3T sugerem que a economia chinesa está muito longe do dinamismo a que nos tinha habituado nas últimas décadas. Em particular, as vendas a retalho ou a produção industrial sugerem um abrandamento da economia em julho, após a breve recuperação verificada em junho na sequência do impacto da variante Omicron na Primavera. Na mesma linha, a queda no índice oficial composto PMI (de 52,5 para 51,7) sugere uma nova desaceleração em agosto. Neste contexto, o Banco Central da China surpreendeu ao reduzir as taxas de juro de referência e apresentar diferentes medidas de apoio para projetos de infraestruturas o que é indicativo da preocupação das autoridades do país perante o abrandamento da sua economia.

#### Global: PMI



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do PMI Markit e da S&P Global

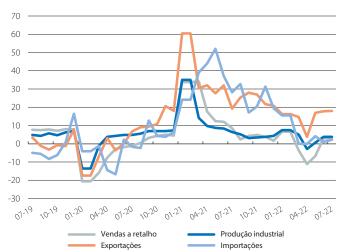
#### EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)



**Nota:** Dados flash de agosto para a Zona Euro. Para EUA dados até julho. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da BLS e do Eurostat.

# China: indicadores de atividade e comércio externo Variação homóloga (%)



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



#### EUA: em recessão?

Os receios de uma possível recessão na economia norte-americana acentuaram-se nos últimos meses, um risco acrescido com a segunda queda consecutiva no PIB do 2T de 2022 e com o investimento em alguns prazos da curva de taxas soberanas. A deterioração de alguns dados económicos, a crescente tensão das condições financeiras e a elevada incerteza sobre o cenário macroeconómico mundial fizeram disparar os alarmes. Por outro lado, o emprego continua a crescer de forma sólida, ao mesmo tempo que os sinais dos resultados empresariais apontam para uma recuperação do consumo privado. Neste contexto, analisamos vários elementos que nos podem fornecer algumas pistas sobre a evolução da economia dos EUA nos próximos trimestres.

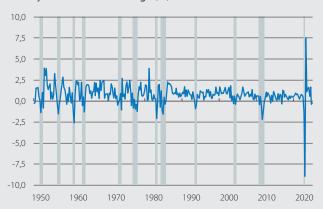
#### O que se entende por recessão?

Em primeiro lugar, é útil esclarecer o que se entende por recessão. Frequentemente, falamos de recessão quando o PIB retrocede durante dois trimestres consecutivos, definição que, no entanto, não é usada de forma universal por todos os países, nem coincide com a evidência empírica durante períodos considerados recessivos (ver gráfico).

No caso dos EUA, o National Bureau of Economic Research (NBER) é o organismo responsável por avaliar se uma diminuição da atividade deve ser ou não considerada como uma recessão. De acordo com esta instituição, a economia entra em recessão quando se regista uma diminuição significativa na atividade de forma generalizada em diferentes âmbitos da economia e relativamente prolongada no tempo. A profundidade, a difusão e a duração são as três características que geralmente definem estes períodos,

#### **EUA: PIB real**

Variação trimestral homóloga (%)



**Nota:** As áreas a cinzento correspondem a períodos de recessão segundo o NBER. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do BEA.

embora o NBER não tenha pautas rígidas pré-estabelecidas sobre os referidos critérios.<sup>1</sup>

Além do PIB, o NBER acompanha uma série de variáveis mensais para ampliar a sua interpretação da evolução da economia . Entre estas variáveis destacam-se o rendimento real disponível dos agregados familiares, o emprego, a despesa dos consumidores, as vendas a retalho e a produção industrial. Vejamos o que aconteceu com estas variáveis nos últimos meses e comparemos o seu comportamento com episódios de recessão anteriores.

#### Indicadores conjunturais recentes

Se analisarmos o ocorrido com o PIB nos dois últimos trimestres, a economia dos EUA poderia ser considerada como estando em recessão, com uma descida acumulada

EUA: dashboard do ciclo económico Tendência (%) \*

	Crise 1973-1975	Crise 1980	Crise 1981	Crise 1990	Crise 2001	Crise 2007-2009	Crise COVID	Média 2002-2006	Média 2015-2019	Últimos 3 meses	Último dados
Investimentos pessoais reais excl. transferências	-3,3	-2,8	0,7	-2,6	-2,0	-3,8	-22,1	3,1	2,5	0,8	5,1
Emprego (sondagem a estabelecimentos)	-0,8	-1,5	-2,1	-0,3	-1,6	-3,3	-30,3	0,9	1,6	3,0	2,5
Emprego (sondagem a agregados familiares)	-0,6	-1,9	-0,8	-1,5	-1,3	-2,8	-34,9	1,4	1,5	0,1	3,4
Gasto do consumo pessoal real	-0,6	-1,6	1,2	-1,0	2,6	-1,4	-44,9	3,5	2,5	1,0	2,5
Vendas retalhistas efetivas	-	-	-	-	8,3	-3,6	-49,7	8,4	5,6	14,6	23,4
Produção industrial	-8,1	-9,7	-5,2	-5,0	-4,5	-10,4	-37,9	2,8	-0,2	3,1	6,9

Notas: \* A tendência nos períodos de crise e expansivos corresponde à média dos crescimentos mensais ou trimestrais anualizados. No caso do último dado, corresponde ao crescimento intermensal ou intertrimestral anualizado. No caso dos últimos 3 meses, corresponde à média do crescimento anualizado dos três últimos meses em comparação com os três meses anteriores. Todas as variáveis são em termos reais. As vendas a retalho foram deflacionadas utilizando o índice de preços PCE. A despesa histórica de consumo pessoal real utiliza dados vintage produzidos pela Fed de Filadélfia.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do BEA, do BLS e do Board of Governors.

<sup>1.</sup> Há algumas exceções em que um dos critérios não foi cumprido, mas o período em questão foi considerado uma recessão, como na crise da COVID.



de 0,5%, superior, pelo menos em profundidade, à queda durante a recessão associada à crise das *dot.com* no início do século.

Em segundo lugar, se analisarmos o crescimento médio dos últimos três meses das outras variáveis mensais consideradas pelo NBER, podemos constatar como a maioria delas revelam avanços ainda compatíveis com períodos de expansão (ver tabela). Destacam-se positivamente o crescimento ao nível do emprego (da sondagem a estabelecimentos), a produção industrial e as vendas a retalho. Pelo contrário, os rendimentos pessoais reais (sem transferências) e as despesas reais de consumo pessoal revelam uma tendência muito mais modesta, já desde finais do ano passado, embora a média dos últimos três meses se situe ainda em terreno positivo.

Além disso, outros indicadores de atividade acusaram uma deterioração acentuada, como é o caso, por exemplo, do índice empresarial PMI composto elaborado pelo Markit, que caiu substancialmente até se situar na zona restritiva nos meses de julho e agosto (47,5 e 45,0 pontos, respetivamente), ou dos índices de confiança do consumidor. Em contrapartida, os inquéritos empresariais do ISM continuaram a assinalar um ritmo de atividade positivo durante o Verão, e inclusive mais dinâmico no setor dos serviços no mês de julho do que nos meses anteriores.

No seu conjunto, os dados mais recentes são indicativos de uma desaceleração considerável da economia, mas que, provavelmente, não se encontra em recessão tal como a define o NBER.

## Recessão: riscos elevados mas de magnitude controlada

O rápido ciclo de subidas das taxas de juros iniciado pela Fed, a perda de poder de aquisição das famílias como consequência da elevada inflação e do fim dos programas de ajudas públicas e, de um modo geral, a maior incerteza, são fatores que têm vindo a debilitar a atividade, mas cujo impacto não parece afetar toda a economia.

Assim, o arrefecimento tem sido mais intenso nos setores mais sensíveis às subidas das taxas de juro, como o residencial, no qual se verificou uma forte deterioração dos indicadores mensais (compras e vendas, obras iniciadas e licenciadas) desde o início do ano. Por outro lado, o setor retalhista e, em geral, a produção de bens duradouros (como mobiliário ou automóveis) e de alguns bens não duradouros (como os setores do vestuário e do calçado), revelou um ajustamento em baixa da procura, após dois anos de forte crescimento no contexto da epidemia da COVID-19.

Em contrapartida, a maioria dos âmbitos do setor dos serviços, que representa perto de três quartas partes do PIB, continua a apresentar consideráveis avanços na sua ativi-

dade. Neste sentido, vimos como o consumo privado se mostrou resiliente, favorecido por diferentes fatores. Em primeiro lugar, temos a poupança acumulada durante 2020-2021, que supera os 10% do PIB e que se prevê que continue a ter um importante contributo nos próximos trimestres: aproximadamente 400 000 milhões de dólares em termos reais (1, 5% do PIB) de consumo extra em 2022-2023.<sup>2</sup> Adicionalmente, a recuperação do mercado de trabalho revelou-se muito dinâmica, com uma taxa de desemprego perto de mínimos históricos e um aumento homólogo dos salários por volta dos 5%, fatores que apoiaram o rendimento disponível dos lares. Por fim, a posição financeira das famílias situa-se em níveis sólidos, tanto do lado dos ativos (o património líquido dos lares ronda máximos históricos), como do passivo, com um rácio de dívida das famílias em torno aos 80% do PIB no começo de 2022, em linha com os níveis de 2001, e longe dos máximos alcançados em 2007-2008.<sup>3</sup>

Em suma, os dados não sugerem que a economia norteamericana tenha entrado em recessão e, caso venha a acontecer, seguramente tratar-se-ia de uma recessão não muito profunda, nem prolongada. No entanto, os riscos relativamente ao cenário económico continuam concentrados em baixa, vinculados não só à conjuntura interna dos EUA, mas também ao conjunto de adversidades que a economia mundial enfrenta, com destaque para uma possível recessão na Europa devido à crise do gás, à desaceleração económica da China associada à sua política de COVID zero e aos seus problemas no setor imobiliário, às crescentes tensões geopolíticas e à frágil situação macrofinanceira de várias economias emergentes.

<sup>2.</sup> Ver Focus «EUA. : como a poupança acumulada pode apoiar a economia?» no IM07/2022.

<sup>3.</sup> Dados do total de passivos das famílias e das organizações sem fins lucrativos.



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

#### **ESTADOS UNIDOS**

2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
-3,4	5,7	4,9	5,5	3,5	1,7	_	_	_
2,1	17,5	14,2	16,2	11,2	7,8	7,2	9,0	
101,0	112,7	116,7	112,9	108,1	103,4	98,4	95,3	103,2
-7,2	4,9	4,9	4,5	4,9	4,6	4,0	3,9	
52,5	60,6	60,0	60,1	57,8	54,8	53,0	52,8	52,8
1.396	1.605	1.569	1.679	1.720	1.655	1.599	1.446	
228	267	274	283	299	315	317		
8,1	5,4	5,1	4,2	3,8	3,6	3,6	3,5	3,7
56,8	58,4	58,6	59,2	59,9	60,0	59,9	60,0	60,1
-3,2	-3,7	-3,6	-3,7	-4,0	-4,1	-4,1		
1,2	4,7	5,3	6,7	8,0	8,6	9,1	8,5	
1,7	3,6	4,1	5,0	6,3	6,0	5,9	5,9	
	-3,4 2,1 101,0 -7,2 52,5 1.396 228 8,1 56,8 -3,2	-3,4 5,7 2,1 17,5 101,0 112,7 -7,2 4,9 52,5 60,6 1.396 1.605 228 267 8,1 5,4 56,8 58,4 -3,2 -3,7	-3,4         5,7         4,9           2,1         17,5         14,2           101,0         112,7         116,7           -7,2         4,9         4,9           52,5         60,6         60,0           1.396         1.605         1.569           228         267         274           8,1         5,4         5,1           56,8         58,4         58,6           -3,2         -3,7         -3,6           1,2         4,7         5,3	-3,4         5,7         4,9         5,5           2,1         17,5         14,2         16,2           101,0         112,7         116,7         112,9           -7,2         4,9         4,9         4,5           52,5         60,6         60,0         60,1           1,396         1,605         1,569         1,679           228         267         274         283           8,1         5,4         5,1         4,2           56,8         58,4         58,6         59,2           -3,2         -3,7         -3,6         -3,7           1,2         4,7         5,3         6,7	-3,4         5,7         4,9         5,5         3,5           2,1         17,5         14,2         16,2         11,2           101,0         112,7         116,7         112,9         108,1           -7,2         4,9         4,9         4,5         4,9           52,5         60,6         60,0         60,1         57,8           1.396         1.605         1.569         1.679         1.720           228         267         274         283         299           8,1         5,4         5,1         4,2         3,8           56,8         58,4         58,6         59,2         59,9           -3,2         -3,7         -3,6         -3,7         -4,0           1,2         4,7         5,3         6,7         8,0	-3,4         5,7         4,9         5,5         3,5         1,7           2,1         17,5         14,2         16,2         11,2         7,8           101,0         112,7         116,7         112,9         108,1         103,4           -7,2         4,9         4,9         4,5         4,9         4,6           52,5         60,6         60,0         60,1         57,8         54,8           1.396         1.605         1.569         1.679         1.720         1.655           228         267         274         283         299         315           8,1         5,4         5,1         4,2         3,8         3,6           56,8         58,4         58,6         59,2         59,9         60,0           -3,2         -3,7         -3,6         -3,7         -4,0         -4,1           1,2         4,7         5,3         6,7         8,0         8,6	-3,4         5,7         4,9         5,5         3,5         1,7         -           2,1         17,5         14,2         16,2         11,2         7,8         7,2           101,0         112,7         116,7         112,9         108,1         103,4         98,4           -7,2         4,9         4,9         4,5         4,9         4,6         4,0           52,5         60,6         60,0         60,1         57,8         54,8         53,0           1,396         1.605         1.569         1.679         1.720         1.655         1.599           228         267         274         283         299         315         317           8,1         5,4         5,1         4,2         3,8         3,6         3,6           56,8         58,4         58,6         59,2         59,9         60,0         59,9           -3,2         -3,7         -3,6         -3,7         -4,0         -4,1         -4,1           1,2         4,7         5,3         6,7         8,0         8,6         9,1	-3,4         5,7         4,9         5,5         3,5         1,7         -         -           2,1         17,5         14,2         16,2         11,2         7,8         7,2         9,0           101,0         112,7         116,7         112,9         108,1         103,4         98,4         95,3           -7,2         4,9         4,9         4,5         4,9         4,6         4,0         3,9           52,5         60,6         60,0         60,1         57,8         54,8         53,0         52,8           1,396         1.605         1.569         1.679         1.720         1.655         1.599         1.446           228         267         274         283         299         315         317            8,1         5,4         5,1         4,2         3,8         3,6         3,6         3,5           56,8         58,4         58,6         59,2         59,9         60,0         59,9         60,0           -3,2         -3,7         -3,6         -3,7         -4,0         -4,1         -4,1            1,2         4,7         5,3         6,7         8,0

#### **JAPÃO**

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Atividade									
PIB real	-4,6	1,7	1,2	0,5	0,7	1,1	_	_	_
Confiança do consumidor (valor)	31,0	36,3	37,5	38,3	34,8	33,1	32,1	30,2	32,5
Produção industrial	-10,6	5,6	6,6	1,1	-0,6	-3,6	-2,8	-1,0	
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	18,0	18,0	14,0	9,0	_	_	_
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,1	-0,3	0,3	-0,3	-1,0	-2,0	-1,9	-3,1	
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,3	2,6	
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	0,9	1,2	

#### **CHINA**

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Atividade									
PIB real	2,2	8,1	4,9	4,0	4,8	0,4	-	-	_
Vendas a retalho	-2,9	12,4	5,1	3,5	1,6		3,1	2,7	
Produção industrial	3,4	9,3	4,9	3,9	6,3	0,6	3,9	3,8	
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	50,0	49,9	49,9	49,1	50,2	49,0	49,4
Setor exterior									
Balança comercial 1,2	524	680	636	680	729	821	821	867	
Exportações	3,6	30,0	24,4	23,1	15,7	12,9	17,7	17,8	
Importações	-0,6	30,1	25,4	23,7	10,5	1,7	1,0	2,3	
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	0,8	1,8	1,1	2,2	2,5	2,7	
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,9	3,8	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,4	6,3	6,6	6,7	6,7	6,8

**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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Vendas a retalho (variação homóloga)	-0,8	5,5	2,5	4,2	5,1	0,6	-3,2	-0,9	
Produção industrial (variação homóloga)	-7,7	9,0	5,9	0,3	-0,2	0,5	2,4		
Confiança do consumidor	-14,2	-7,4	-4,2	-7,6	-13,7	-22,3	-23,7	-27,0	-24,9
Sentimento económico	88,3	110,8	117,5	115,8	111,1	104,2	103,5	98,9	97,6
PMI indústrias	48,6	60,2	60,9	58,2	57,8	54,1	52,1	49,8	49,6
PMI serviços	42,5	53,6	58,4	54,5	54,1	55,6	53,0	51,2	49,8
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	-1,5	1,2	2,1	2,1			-	_	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,0	7,7	7,5	7,1	6,8	6,7	6,7	6,6	
Alemanha (% pop ativa)	3,7	3,6	3,5	3,3	3,0	2,9	2,9	2,9	
França (% pop. ativa)	8,0	7,9	7,8	7,4	7,3	7,6	7,6	7,5	
Itália (% pop. ativa)	9,3	9,5	9,1	9,0	8,5	8,1	8,0	7,9	
PIB real (variação homóloga)	-6,5	5,6	3,9	4,8	5,4	3,9	_	-	_
Alemanha (variação homóloga)	-4,1	2,8	1,8	1,2	3,5	1,7	_	_	_
França (variação homóloga)	-7,9	7,2	3,6	5,0	4,7	4,2	_	-	_
Itália (variação homóloga)	-9,1	7,0	4,0	6,4	6,3	4,7	_	_	_

#### Preços

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Inflação geral	0,3	2,6	2,8	4,6	6,1	8,0	8,6	8,9	9,1
Inflação subjacente	0,7	1,5	1,4	2,4	2,7	3,7	3,7	4,0	4,3

#### Setor externo

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Balança corrente	2,0	2,7	3,3	2,7	1,9	1,0	1,0		
Alemanha	7,0	7,4	7,8	7,4	6,6	5,4	5,4		
França	-1,8	0,4	-0,1	0,4	0,2	-0,4	-0,4		
Itália	3,8	2,4	3,6	2,4	1,6	0,5	0,5		
Taxa de câmbio efetiva nominal <sup>1</sup> (valor)	93,9	94,2	93,9	92,7	92,6	90,3	90,3	89,0	88,7

#### Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
6,3	3,5	1,8	3,3	4,4	6,1	6,9	7,7	
3,2	3,8	4,1	4,1	4,4	4,6	4,6	4,5	
1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,4	1,8	1,5	
1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8	
12,9	12,6	11,4	10,5	9,1	7,7	7,1	6,6	
0,6	-0,8	-2,0	-1,5	-0,3	0,9	2,0	3,3	
8,1	11,4	10,2	9,2	-0,2	1,3	2,0	-1,4	
0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	
	6,3 3,2 1,2 1,4 12,9 0,6 8,1	6,3 3,5 3,8 1,2 1,2 1,4 1,3 12,9 12,6 0,6 -0,8 8,1 11,4	6,3 3,5 1,8 3,2 3,8 4,1 1,2 1,2 1,3 1,3 1,3 1,3 1,3 1,4 1,4 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6	6,3 3,5 1,8 3,3 3,2 3,8 4,1 4,1 1,2 1,2 1,3 1,1 1,4 1,3 1,3 1,3 12,9 12,6 11,4 10,5 0,6 -0,8 -2,0 -1,5 8,1 11,4 10,2 9,2	6,3 3,5 1,8 3,3 4,4 3,2 3,8 4,1 4,1 4,1 4,4 1,2 1,2 1,3 1,1 1,2 1,4 1,3 1,3 1,3 1,4  12,9 12,6 11,4 10,5 9,1 0,6 -0,8 -2,0 -1,5 -0,3 8,1 11,4 10,2 9,2 -0,2	6,3 3,5 1,8 3,3 4,4 6,1 3,2 3,8 4,1 4,1 4,1 4,4 4,6 1,2 1,2 1,2 1,3 1,1 1,2 1,4 1,4 1,3 1,3 1,3 1,3 1,4 1,5 1,5 1,4 1,5 1,5 1,4 1,5 1,5 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6 1,6	6,3 3,5 1,8 3,3 4,4 6,1 6,9 3,2 3,8 4,1 4,1 4,4 4,6 4,6 4,6 1,2 1,2 1,3 1,1 1,2 1,4 1,8 1,4 1,3 1,3 1,3 1,3 1,4 1,5 1,7 1,7 1,0,6 -0,8 -2,0 -1,5 -0,3 0,9 2,0 8,1 11,4 10,2 9,2 -0,2 1,3 2,0	6,3       3,5       1,8       3,3       4,4       6,1       6,9       7,7         3,2       3,8       4,1       4,1       4,4       4,6       4,6       4,5         1,2       1,2       1,3       1,1       1,2       1,4       1,8       1,5         1,4       1,3       1,3       1,3       1,4       1,5       1,7       1,8         12,9       12,6       11,4       10,5       9,1       7,7       7,1       6,6         0,6       -0,8       -2,0       -1,5       -0,3       0,9       2,0       3,3         8,1       11,4       10,2       9,2       -0,2       1,3       2,0       -1,4

**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 nacionáis de estatística e da Markit.



# Portugal: economia parte para período mais adverso acima do pré-pandemia

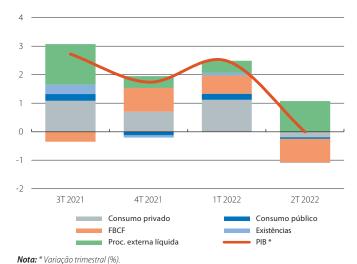
A segunda estimativa do PIB no 2T consolida a perspetiva de que a economia crescerá acima de 6% em 2022. Em cadeia, o produto manteve-se inalterado, colocando a variação homóloga em 7,1% e o PIB em volume 1,1% acima do nível do 4T 2019. O bom comportamento das exportações foi o principal fator por detrás da estabilização da economia no 2T, compensando o mau desempenho da procura interna. A procura externa contribuiu com +1,1 p. p. para o crescimento no trimestre, beneficiando de um avanço de 4,7% qoq das exportações, anulando o contributo negativo da procura interna resultante da contração de 0,3% qoq do consumo e de 4,4% da FBCF. Os dados disponíveis para o 3T sugerem que a economia continuará a avançar, mas a um ritmo bastante mais lento que no primeiro semestre. O indicador coincidente desacelerou para 6,4% em julho, -3 décimas do que em junho, o indicador diário de atividade em agosto avançou em torno de 3,5% homólogo, cerca de -2 p. p. do que em julho, e os indicadores de sentimento de agosto regrediram em praticamente todos os setores. Ou seja, o crescimento em 2022 será forte, ainda que ligeiramente inferior à nossa atual previsão de 6,6%. Todavia, as perspetivas para 2023 são agora menos favoráveis, pois a economia enfrenta riscos negativos que afetarão a atividade, sobretudo na transição de 2022 para 2023, com maior impacto no crescimento de 2023. Estas perspetivas menos favoráveis decorrem do possível prolongamento das tensões no mercado energético na Europa, pressionando em alta os preços dos bens energéticos e impactando negativamente o consumo e os custos de produção. Paralelamente, a procura também será condicionada pelo aumento mais sustentado das taxas de juro, como forma de combater a inflação, ainda que as poupanças acumuladas no período de confinamento constituam um suporte importante (ver artigo de focus nesta publicação) para o consumo das famílias.

A inflação desacelerou marginalmente em agosto para 9% (9,1% em julho). De facto, de acordo com a estimativa rápida do INE a evolução do IPC seguiu o padrão de sazonalidade habitual deste mês. Este movimento de moderação foi possível sobretudo pelo recuo dos preços dos produtos energéticos (variação homóloga de 24%, menos 7,2 p. p. que em julho), assente no facto do preço médio do Brent praticado nos mercados ter sido inferior ao do mês precedente. Contudo, vários aspetos recentes fazem-nos acreditar num fenómeno de inflação mais alta durante mais tempo, podendo implicar a revisão em alta da nossa previsão atual de uma inflação média de 7,1% em 2022. Entre esses aspetos destacamos o incremento do ritmo de aumento de preços dos produtos alimentares, os anunciados aumentos previstos ainda para este ano por parte dos comercializadores de energia e o aumento continuado de preços na componente mais persistente do índice.

Mercado de trabalho com cada vez menos folga. No 2T, a população empregada manteve-se praticamente inalterada face ao 1T e desacelerou fortemente face ao período homólogo (1,9%, face a 4,7% homólogo no 1T), um comportamento expectável perante os efeitos de base associados a um período de maior normalização da atividade económica após o *lockdown* restrito no início de 2021. Por sua vez, a taxa de desemprego caiu para 5,7% (5,9% no 1T e 6,7% no 2T 2021). Estes dados apontam para sinais de aperto no

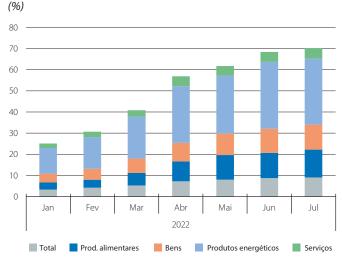
#### Portugal: PIB

Contributos para a variação trimestral



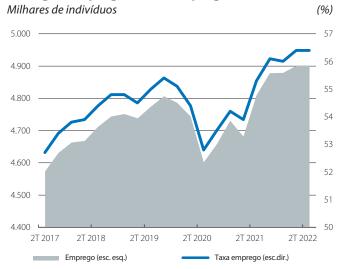
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

#### IPC: variação homóloga por agregados



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

#### Portugal: emprego e taxa emprego



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



mercado de trabalho português, a par da escassez de recursos humanos, sinalizado como um obstáculo pelos vários setores de atividade. Os riscos parecem contidos, pelo menos por enquanto, e em linha com a nossa previsão para a taxa de desemprego de 5,9% em 2022, e que já incorpora uma deterioração do contexto no final do ano. Ainda assim, a incerteza é elevada e os riscos podem agravar-se nos próximos meses, considerando a crise energética, o aumento das taxas de juro, o prolongamento do conflito na Ucrânia e o abrandamento que se perspetiva da economia na Zona Euro como um todo.

Turistas em julho superam o pré-pandemia. O número de hóspedes não superava o mês homólogo de 2019 desde abril, a primeira vez em que isso aconteceu. De facto, registaram-se aumentos de 6,3% e 4,8% nos hóspedes e nas dormidas, respetivamente. De assinalar que também os turistas não residentes superaram no mês a métrica de 2019 em 2%, para o qual contribuiu a boa performance dos principais mercados emissores europeus. No entanto, o principal destaque vai para a excelente recuperação dos turistas originários dos EUA (ver quadro). A valorização do dólar face ao euro e o facto de Portugal ser o destino europeu com passagens aéreas com origem nos EUA mais baratas, deverá continuar a apoiar esta tendência. Assim, estão reunidas as condições para que 2022 supere o pré-pandemia em termos de receitas totais do setor.

Saldo orcamental mantém-se excedentário. Nos primeiros 7 meses do ano, fixou-se em 0,3% do PIB, uma melhoria substancial face ao período homólogo fortemente afetado pela pandemia (-5,8%) e também comparativamente com 2019 (-0,4%). Não só a receita manteve um crescimento assinalável (16% homólogo), como a despesa aumentou apenas ligeiramente (0,3%), evolução para a qual contribuiu o comportamento dos juros, que continuam a beneficiar do contexto financeiro. Refirase que, apesar do aumento das taxas de juro da dívida pública portuguesa acompanhando as taxas de juro de referência do euro, não se espera que o custo de financiamento implícito do Estado português aumente consideravelmente, já que o Tesouro continua a substituir dívida com taxas de juro muito mais elevadas do que as que consegue obter atualmente nos mercados (o peso do rollover anual da dívida no stock ronda os 8%). Assim, estimamos que o aumento das yields tenha um impacto no aumento dos encargos entre 10 a 35 milhões de euros este ano.

O crédito ao setor privado não financeiro começa a dar sinais de desaceleração. A carteira aumentou 2,1% homólogo em julho (2,7% junho), um comportamento transversal aos vários segmentos de crédito. De igual forma, no acumulado do ano até julho, as novas operações desaceleraram (13,7%, face a 16,8% homólogo até junho). Relativamente ao crédito à habitação, as novas operações aumentaram 12,7% homólogo (16,3% até junho), mas o montante concedido no mês de julho excede a média mensal do ano anterior. Este comportamento pode ser reflexo do aumento das taxas de juro nos mercados internacionais e das expectativas para os próximos meses. De facto, a taxa de juro das novas operações de crédito à habitação aumentou 1,1 p. p. para 1,9% em julho, o valor mais elevado desde agosto de 2016. Ainda que a taxa de juro dos novos empréstimos esteja longe dos máximos de 2008 (acima de 5%), é possível que, juntamente com o ambiente de incerteza, pressões inflacionistas e o aumento dos preços das casas, acabe por retrair a procura por crédito à habitação.

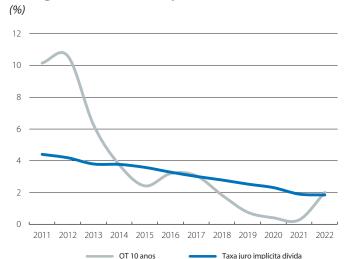
# Portugal: variação de turistas face ao período homólogo de 2019

(%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	Jul. 2022
Total	-83	-64	-31	-19	-19	-2	6
Reino Unido	-97	-80	-61	-35	-21	2	6
Alemanha	-93	-84	-57	-17	-26	-4	3
Espanha	-93	-71	-37	-17	-30	-3	5
França	-91	-83	-31	-28	-15	-11	6
Brasil	-96	-93	-86	-52	-44	-27	-28
EUA	-98	-94	-63	-40	-15	25	32
Outros n.e.	-95	-90	-74	-59	-53	-31	-14

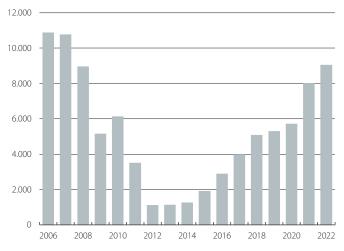
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

#### Portugal: custo da dívida pública



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Bloomberg

#### **Portugal: novas operações de crédito à habitação** Acumulado no ano até julho (Milhões de euros)



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



## Sustentabilidade no preço das casas: três dimensões para análise

Após o fim do período de assistência financeira da troika em maio de 2014 e com o ambiente de taxas de referência negativas que se viveu até há bem pouco tempo, os preços da habitação em Portugal têm tido um aumento muito significativo. Apesar de, nos últimos trimestres, o crescimento dos preços em Portugal ter sido inferior ao do Índice de preços da habitação agregado dos países desenvolvidos,<sup>1</sup> o crescimento homólogo médio no período 2015-2021 foi superior em Portugal: 8,3%, contra 5,2% nos países desenvolvidos. Esta valorização tem fundamento e é sustentável? Para discutir este tópico comparamos a situação atual do mercado habitacional com a de quando ocorreu o último grande ajustamento em baixa de preços (2011/2012). Apoiamo-nos em três dimensões: a relação entre procura e oferta de habitação; a situação do sistema financeiro; e a situação financeira das famílias.

A atual tendência em alta dos preços é em parte explicada pelo forte desfasamento entre uma oferta estável e uma procura muito forte. Se tomarmos o número de transações como um *proxy* da procura (neste caso, procura que foi satisfeita) constatamos que é atualmente quase três vezes superior à de 2012. O investimento em construção de habitação é também baixo, 3% do PIB; igual a 2012, mas inferior à média histórica (5%) e metade da média entre o início do século e 2010 (6%). A média anual de novas casas construídas entre 2015 e 2021 é 76% inferior à média anual da série até 2015. O mismatch entre procura e oferta é transversal a quase todas as regiões do país (com exceção da RA Açores e RA Madeira) e é fácil de atestar quando consideramos o somatório dos imóveis novos vendidos nos últimos dois anos versus os imóveis novos construídos no mesmo período. Os últimos dados também apontam para incremento na procura por parte dos não-residentes: 6% dos imóveis transacionados no primeiro trimestre de 2022 foram comprados por pessoas com domicílio fiscal fora do país.

Ao nível do setor financeiro, a situação é também mais confortável. O rácio de *non-performing* loans no CH está em níveis historicamente baixos (1,4% no 1T 2022) e os rácios de solvabilidade robustecidos. Apesar do CH continuar a representar uma fatia semelhante do crédito total, a exposição dos bancos ao setor como um todo é bastante menor – a proporção do crédito à construção sobre o total de crédito e sobre o total de crédito a empresas caiu para cerca de metade. É, contudo, de assinalar no caso dos CH a manutenção de maturidades longas e grande exposição a taxa variável. A este propósito, e no âmbito

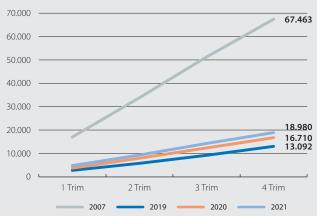
## HPI: Índice de Preços da Habitação



Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE e da Fed de Dallas.

#### Fogos de habitação concluidos

Nº de novas construções acumuladas no ano



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

da política macroprudencial, refira-se que o Banco de Portugal tem estabelecido medidas de Limites ao rácio LTV,² ao DSTI³ e à maturidade. Em dezembro de 2021, 92% da carteira de crédito à habitação (CH) apresentava um rácio LTV inferior a 80%. Adicionalmente, a entrada em vigor da Recomendação macroprudencial do Banco de Portugal tem contribuído para uma melhoria do perfil de risco dos mutuários associado aos novos empréstimos à habitação. Conclui-se, portanto, que apesar da taxa variável continuar a ser o paradigma, não há flexibilização das normas de concessão de crédito havendo inclusive indicações para uma convergência (redução) da maturidade média dos contratos.

- 2. Loan-to value.
- 3. Debt service-to-income

<sup>1.</sup> A FED de Dallas desenvolveu um «International House Price Database» da qual faz parte um Índice de Preços agregado de 25 países desenvolvidos de várias regiões do globo.



#### Indicadores do mercado de habitação português

	Último dado	2012	Data	Data do último dado
Oferta				
Investimento em habitação (em % do PIB)	3%	3%	2012	1T 2022
Fogos para habitação concluídos	18.867	19.642	2012	2021
Novos fogos concluídos/Novos fogos vendidos	68,3%	101,3%	2012	2021
Imóveis novos vendidos/Total de imóveis vendidos	17%	31%	2012	2021
Novos fogos <i>versus</i> transações	18.867 novos fogos para habitação concluídos vs 165,6 mil transações de imóveis (11,3%)	19.642 novos fogos para habitação concluídos vs 62,5 mil transações de imóveis (31,3%)	2012	2021
<b>Pipeline de imóveis novos</b> ( $\Sigma$ imóveis construídos nos 2 anos anteriores - $\Sigma$ de imóveis novos vendidos nos 2 anos anteriores)	-16.461	-7.735	2012	2022
Sector financeiro				
Crédito à construção (% s/total crédito)	3,1%	7,8%	dez-12	mar-22
Crédito à construção (% s/total a empresas)	8,7%	19,1%	dez-12	mar-22
Crédito à habitação (empréstimos para CH s/ total do crédito)	47,0%	45,9%	dez-12	mar-22
CH a taxa variável (% s/ total da carteira de CH)	91,1%	90,0%	2012	2021
Prazo médio dos contratos CH (em carteira)	33,5	30,9	2012	2021
Situação financeira das familias				
Divida dos Particulares (em % do PIB)	68,30%	92,90%	4T 2012	1T 2022
Rácio de esforço das famílias (prestação anual no 1º ano de empréstimo/rendimento)	30,0%	28,0%	2012	1T 2022
Rácio de acessibilidade (nº de anos de rendimento para adquirir uma casa)	9,7	6,1	2012	1T 2022
House Price-to-Income (OCDE)	142	98,3	2012	2021
Crédito à habitação (empréstimos para CH em % do PIB)	47,1%	69,7%	2012	2021
CH a taxa variável (% do nº de novos contratos)	84,9%	81,0%	2012	2021
Taxa de juro dos novos CH	1,3%	3,9%	2012	mai-22
Prazo médio dos novos contratos CH (anos)	32,9	31,1	2012	2021

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

Os sinais mais negativos e que podem concorrer de forma mais decisiva para uma correção em baixa dos preços da habitação vêm do lado das famílias. Em termos globais, as famílias portuguesas estão hoje menos endividadas do que estavam em 2012 – a divida dos particulares e o CH, ambos em % do PIB, é bastante inferior. Contudo, como o preço dos imóveis tem subido a um ritmo bastante mais forte que os rendimentos, faz com que as métricas que relacionam rendimento e valor dos imóveis se tenham degradado face a 2012.<sup>4</sup>

Se as casas estão mais caras, os rendimentos não acompanham, mas o número de transações aumenta, qual será a explicação? Existem duas razões principais. Primeira, um comportamento de search-for-yield em que num ambiente de ampla liquidez e taxas de juros baixas os aforradores procuram um investimento com um retorno garantido e estável (via arrendamento, por exemplo), do qual o investimento em imobiliário é paradigmático. Segunda, o CH com taxas baixas tem permitido aquisição de imóveis mais caros com o mesmo esforço mensal para o agregado. Aparte destas duas razões devemos referir também que

os níveis de poupança das famílias atingiram o valor mais elevado neste século no contexto da pandemia (14,3% do rendimento disponível no 1T 2021). Se em relação à primeira razão é-nos difícil quantificar a sua representatividade, em relação à segunda podemos constatar que a taxa de esforço das famílias para pagamento da prestação da habitação é hoje (30%) ligeiramente superior, mas muito semelhante à de 2012 (28%), e ainda no limiar do que são parâmetros regulares. Ainda assim, é precisamente em relação a este aspeto que consideramos dever estar mais alerta, pois a taxa de esforço para novos créditos é semelhante, mas num contexto em que a taxa de juro dos CH é muito inferior à taxa que se verificava nos contratos em 2012. A normalização da política monetária deverá abrandar o comportamento que possa existir de search--for-yield e em simultâneo agravar o esforço dos agregados familiares para padrões mais desajustados, enfraquecendo a procura. Como atenuante, o facto do nosso cenário central para o desemprego ser o de manutenção de mercado de trabalho robusto com estabilização da taxa em níveis baixos, continuando a servir de grande suporte ao mercado de habitação.

Para avaliar qual o potencial atual de stress sob os orçamentos familiares efetuámos uma previsão do rácio de

<sup>4.</sup> Veja-se o Rácio de acessibilidade e o *House price-to-income*, calculado pela OCDE, em que o rácio de Portugal compara muito mal com o rácio médio da zona euro, de 117,2.

**IM**09

esforço (relaciona rendimento médio das famílias com o pagamento de empréstimo de hipoteca) e utilizando as projeções da Euribor a 12 meses do BPI Research.<sup>5</sup> Este rácio refere-se ao esforço de pagamento no primeiro ano do empréstimo de um imóvel médio. No final de 2023 (e assumindo spread de 1,5%) isto traduzir-se-ia em um rácio já elevado de 33% (o threshold superior para um rácio considerado saudável situa-se no intervalo entre os 30%-35%), mas ainda abaixo do valor máximo atingido (35% no 4T 2017 e 1T 2018). Acresce o impacto no rendimento disponível das famílias motivado pela inflação e a existência de outros financiamentos contratados a taxa variável. Em suma, o BPI Research prevê ainda uma apreciação considerável no preço dos imóveis em 2022, que seguem apoiados pelo baixo desemprego, mas a inversão da política monetária poderá colocar «grãos na engrenagem» deste ciclo.

Tiago Belejo Correia



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

<sup>5.</sup> Assumimos também como pressupostos: 1) taxas de crescimento para os rendimentos em linha com a nossa previsão da inflação; 2) taxas de crescimento trimestrais do preço da habitação iguais à nossa previsão para o IPH; 3) dimensão do imóvel médio igual à métrica conhecida do mercado espanhol (93,75 m²); 4) prazo de amortização do empréstimo de 30 anos; 4) LTV de 80%.



# Portugal: as poupanças acumuladas pelas famílias suavizam impacto da inflação e dos juros

Durante a pandemia, sobretudo nos períodos de confinamento mais restrito, assistiu-se a uma queda significativa do consumo, mas os rendimentos das famílias continuaram a evoluir favoravelmente, beneficiando das medidas de suporte ao emprego e outros benefícios.¹ Desta forma, houve um aumento significativo das poupanças e a respetiva taxa atingiu o seu máximo desde o início da série em 1999, no 1T 2021. Embora, já abaixo dos níveis máximos observados no início de 2021, a taxa de poupança continua acima dos níveis pré-pandemia (8,3% no 1T 2022), indicando que as famílias continuam a poupar mais do que antes da pandemia, o que constituirá um importante fator de suporte ao consumo no médio prazo.

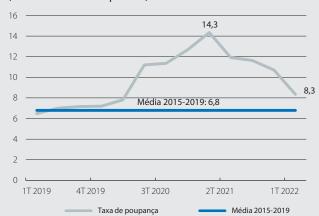
Para estimar o excesso de poupança acumulada durante a pandemia, calculou-se a diferença entre os níveis do rendimento disponível e o consumo das famílias observados com aqueles que se teriam verificado caso a pandemia não tivesse acontecido, admitindo que rendimento e consumo cresceriam ao ritmo médio observado nos últimos 5 anos. Com base nestas premissas, estima-se que as famílias acumularam 11,6 mil milhões de euros de poupanças extraordinárias desde o 1T 2020 até ao 1T 2022, equivalente a 5% do PIB, com as quais poderão, por exemplo, enfrentar o atual ambiente de maior inflação.

Todavia, o consumo que as famílias realizarão nos próximos trimestres não depende apenas do que resta da poupança acumulada excendentária, mas também, por exemplo, do grau de liquidez das aplicações que fizeram com essas poupanças. Se a poupança excedentária tiver sido aplicada em ativos mais líquidos, com maior facilidade podem ser canalizados para consumo. Nas figuras 3 e 4, é evidente que as famílias privilegiaram a constituição de depósitos, instrumento que, pelo seu elevado grau de liquidez, mais facilmente é canalizado para consumo.

Para além do grau de liquidez dos ativos detidos pelas famílias, seria interessante ver como se distribui a poupança que foi acumulada nos anos da pandemia de acordo com o nível de rendimentos das famílias, pois a evidência empírica sugere que as famílias com rendimentos mais elevados têm menor propensão a consumir do que aquelas cujos rendimentos são mais baixos. Como seria expectável, os estudos sobre a poupança durante a pandemia mostram que foram as famílias com rendimentos mais

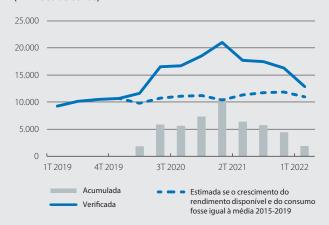
#### Portugal: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento disponível)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

# **Portugal: poupança e poupança acumulada** (milhões de euros)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

# Portugal: origem e aplicação dos fundos das famílias em % do rendimento disponível

	2019	2020	2021	mar-22
Poupança	7,2	12,7	10,7	8,3
Ativos				
Investimentos em ativos reais	5,0	4,6	5,1	5,4
Saldo das transferências de capital	-0,4	-0,5	-0,4	
Numerário e depósitos*	3,6	8,2	6,0	7,7
Outros ativos financeiros	0,2	2,7	2,8	
Passivos				
Dívida financeira	-1	-1,8	-3,3	
Outros passivos financeiros	-0,2	-0,6	0,6	

**Nota:** \* Em março 22 é estimativa BPI, tendo por base avariação dos depósitos das famílias nas IC's no período face ao mesmo período 2021 e admitindo que o numerário mantem o ritmo de crescimento médio rgistado entre 2019 e 2021.

Fonte: Banco de Portugal e INE.

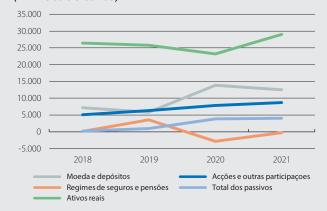
<sup>1.</sup> Destes referem-se a título de exemplo o apoio financeiro equivalente a 100% da remuneração em caso de isolamento profilático; subsídio de doença, em caso de contágio equivalente também a 100% da remuneração; apoios ao pagamento de rendas; teletrabalho.

elevados as que mais pouparam naquele período,<sup>2</sup> sugerindo que serão estas as famílias que, maioritariamente, deterão as poupanças excedentárias. Assim sendo, o impulso que a poupança poderá dar ao crescimento futuro através do consumo poderá ser mais moderado até ao final do ano do que aquele que se assistiu nos trimestres anteriores. Com efeito, de acordo com um estudo do Banco de Portugal,<sup>3</sup> a propensão a consumir das famílias com maiores rendimentos e maiores recursos é de 28%, o que contrasta com 41% no caso das famílias com menores rendimentos e recursos.

Admitindo como hipótese que o excesso de poupança existente se concentra nas famílias de maior rendimento e que esta poupança é encarada como um rendimento excecional, é possível que o consumo extra que as famílias podem vir a realizar ronde os 3,3 mil milhões de euros, ou seja, cerca de 1,5% do PIB.

Outro fator que também limitará a utilização das poupanças prende-se com a perceção que as famílias têm quanto à evolução da sua situação financeira e à do país e do mundo. Tendo por base os dados relativos ao sentimento das famílias, parece-nos que a utilização de poupanças nos próximos meses tenderá a regular-se por alguma parcimónia, na medida em que a avaliação que as famílias fazem da situação económica do país se encontra próxima dos mínimos registados no período da crise de dívida soberana e a que fazem da própria situação financeira ao longo dos próximos 12 meses, embora um pouco mais positiva do que durante os anos do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), se situa muito próxima da que era aquando da eclosão da crise financeira internacional em 2008. Para além disso, o ambiente de subida das taxas de juro também poderá levar as famílias a reservar a poupança excedentária como almofada para o aumento do serviço da dívida.4

# Portugal: entradas líquidas em ativos e passivos das famílias (milhões de euros)



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

Em resumo, as famílias poderão adoptar comportamentos mais cautelosos no que se refere aos seus consumos, mas a evidência de que as poupanças excedentárias acumuladas estão longe de se terem esgotado e o facto de terem sido maioritariamente aplicadas em produtos com elevada líquidez, sugere que essas poupanças continuarão a ser um fator de suporte para a economia.

Teresa Gil Pinheiro

<sup>2.</sup> O Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) de 2020, cujos dados foram recolhidos entre outubro de 2020 e fevereiro de 2021 refere que, em 2020, a percentagem de famílias que pouparam mais do que o habitual apresenta um perfil crescente com o rendimento, mais acentuado face ao anterior inquérito realizado em 2017. No primeiro quintil do rendimento, 3% das famílias declararam ter poupado mais do que o habitual (2% em 2017), no segundo 6% (3%), no terceiro 9% (3%), no quarto 16% (6%) e no último quintil 22% (8% em 2017).

<sup>3.</sup> Banco de Portugal (2020). «Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito». Boletim Económico.

<sup>4.</sup> De acordo com o Inquérito à Situação Financeira das Famílias – 2020, publicado pelo INE, 47% das famílias têm dívida de qualquer tipo e 35% têm dívida hipotecária.



## Inflação: uma almofada de curto prazo para as contas publicas

A inflação tem aumentado de forma consistente desde a segunda metade de 2021, atingindo, recentemente, níveis máximos desde 1992. As justificações prendem-se com a recuperação da economia, os estrangulamentos e, mais recentemente, a crise energética agravada pela guerra na Ucrânia. Perante isto, gera-se a dúvida sobre que impacto é que isto pode ter nas contas públicas. De facto, o Governo estimava, no Orçamento de Estado para 2022, uma taxa de inflação média de 3,7% em 2022, inferior à nossa previsão atual (7,1%) e à média registada nos últimos 12 meses até agosto (de 5,3%).

# A inflação, por norma, tem um impacto positivo nas contas públicas no curto prazo...

Um aumento não antecipado da inflação, como está a acontecer agora, beneficia as contas públicas no curto prazo.<sup>1</sup> De facto, famílias e empresas podem não ajustar imediatamente as decisões de consumo e investimento e isso favorece a arrecadação de receita fiscal; por exemplo, a taxa de IVA não se altera, mas vai incidir sobre um preço mais elevado, o que implica maior receita fiscal admitindo que a quantidade adquirida permanece igual (pelo menos numa primeira fase). De igual forma, beneficia ainda a arrecadação de receita em sede de IRS nos casos em que não há atualização dos escalões com a inflação (como aconteceu este ano) e em que os indivíduos tiveram a possibilidade de (re) negociar os contratos de trabalho. Do lado da despesa, os eventuais efeitos negativos são controlados: usando o caso português, não há pressão por via do aumento dos salários dos funcionários públicos (no OGE 2022, o Governo estipulou um aumento inferior, de 0,9%), nem afeta as pensões.<sup>2</sup> De igual modo, a aquisição de bens e serviços não aumenta no curto prazo, devido aos contratos pré-existentes e que estipulam antecipadamente os preços. No entanto, e no contexto atual, uma pressão adicional nas contas públicas pode acontecer por via da adoção de medidas de apoio às famílias e empresas para lidar com o agravamento da inflação, como, por exemplo, o apoio de 60 euros às famílias mais vulneráveis ou o programa de apoio às indústrias intensivas em gás.

#### ...mas pode ser um desafio no médio prazo

De facto, no médio prazo, a história é diferente; antes de mais, e num contexto em que também as taxas de juro

#### **Portugal: execução orçamental por rubrica\*** Acumulado no ano até julho (Milhões euros)



**Nota:** \* Percentagens referem-se ao grau de execução de cada rubrica face ao OGE 2022. Execução em contabilidade pública.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

aumentam para controlar o aumento da inflação, as famílias e as empresas adaptam-se e é provável que adiem consumo e investimento. Este cenário é agravado caso os salários não evoluam em linha com o crescimento dos preços e a poupança das famílias já se situe próximo dos níveis précovid.<sup>3</sup> De igual modo, o aumento das taxas de juro agrava o custo das novas emissões de dívida soberana e os novos contratos para fornecimento de bens e serviços às Administrações Públicas são atualizados. No que diz respeito às despesas com pessoal, a lei em Portugal não obriga a uma atualização automática indexada à inflação, deixando ao arbítrio do Governo essa decisão, mas, no caso das pensões, isso já não acontece.<sup>2</sup> O contexto de crescimento acentuado dos preços pode também colocar dificuldades no andamento dos investimentos relativos ao PRR, e que podem atrasar a sua implementação.

Perante isto, conclui-se que as contas públicas deverão surpreender novamente de forma positiva em 2022, mas o próximo ano poderá ser mais desafiante, não só perante os fatores referidos, como também perante a antecipada desaceleração económica, a par de toda a incerteza que rodeia o conflito na Ucrânia e os seus efeitos.

# De que dimensão pode ser a surpresa (positiva) no saldo orçamental este ano?

Nos primeiros 7 meses, o saldo orçamental, em contabilidade pública, fixou-se em 432 milhões de euros, o que estimamos ser o equivalente a 0,3% do PIB. Este dado contrasta com o verificado em igual período de 2021 (–5,8%)

<sup>1.</sup> Ver Conselho das Finanças Públicas (2022). «Análise da proposta de Orçamento do Estado para 2022».

<sup>2.</sup> A atualização das pensões é indexada à inflação média dos 12 meses até novembro do ano anterior e ajustada pelo crescimento do PIB real nos últimos oito trimestres. Inclui-se pensões de velhice, invalidez e de sobrevivência.

<sup>3.</sup> Para mais informações, ver o focus «Portugal: o que resta das poupanças acumuladas ainda trará alívio às famílias», nesta IM.



e de 2019 (-0,4%). A melhoria face ao ano anterior é explicada pelo crescimento substancial da receita (+16,0%) e aumento praticamente residual da despesa (0,3%).

O aumento da receita é especialmente acentuado no caso da receita fiscal, que excede os valores do ano passado (em mais de 5.400 milhões de euros), atingindo um grau de execução de quase 58% face ao estimado no OGE 2022 (o grau de execução era de cerca de 51% em igual período de 2021), com a execução dos impostos indiretos em mais de 58%. Entre estes, o IVA é o que mais se destaca: até julho, já foi arrecadado mais de 59% do previsto<sup>4</sup> e o aumento registado nos primeiros 7 meses deste ano já excede o aumento inscrito no OGE 2022 para o total de 2022. Importa também recordar que existiam, até julho, cerca de 260 milhões de euros por receber, devido à prorrogação do pagamento do IVA no âmbito das medidas COVID.

Assim, estimamos que o montante total de IVA<sup>5</sup> possa exceder o orçamentado em 1.500 milhões de euros (0,7 p.p. do PIB) ou, num cenário mais positivo, em que se assume que o ritmo de crescimento se vai manter nos restantes meses do ano, em 2.500 milhões (o que, neste caso, equivalia a um impacto positivo de 1,1 p.p. do PIB). Isto implica que o crescimento do IVA em 2022 possa ficar em torno de 20% face ao ano passado e que cerca de 50/60% deste aumento seja explicado pela inflação, sendo o restante imputado ao dinamismo do consumo privado.

Tal como mencionado em cima, do lado da despesa, não haverá grande pressão; a exceção é ao nível das medidas de apoio às famílias e empresas para fazer face ao aumento dos preços e da energia. O Governo estimava, no OGE 2022, que estas medidas tivessem um impacto de 1.075 milhões de euros (0,5% do PIB).6

Assim, e mantendo-se tudo o resto constante (por exemplo, assumindo que o Governo não implementa novas medidas de apoio às famílias e empresas para lidar com o aumento dos preços), o défice orçamental deverá ficar abaixo da previsão do Governo para 2022 (de –1,9% do PIB em contabilidade nacional). De facto, e de acordo com a análise neste artigo, não seria surpreendente se o défice ficasse ligeiramente acima de 1%, o que implicaria, neste caso, que a dívida pública atingisse um rácio em torno de 119,7% do PIB, abaixo dos 120,7% previstos no OGE 2022.

## 4. Compara com uma taxa de execução de 52,4% em igual período de 2021 e 56,8% em 2019.

### Portugal: evolução da receita de IVA

(% do PIB)

10

9

8

7

6

5

4

3

2

1

1

2000 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018 2020 2022P

**Nota:** Estimativa do BPI Research para 2022. **Fonte:** BPI Research, com base nos dados do INE.

No entanto, e tal como vimos anteriormente, o próximo ano será diferente: de facto, esperamos que a atividade económica (e o consumo) desacelere substancialmente em 2023, um contexto ao qual, muito provavelmente, se vai juntar maior pressão da função pública para atualização salarial em linha com a inflação (e colmatando o que não aconteceu este ano), a par da pressão vinda do aumento substancial das pensões e provável maior fatura com os juros, na expetativa de que as pressões inflacionistas se mantenham nos próximos meses e que suportem mais subidas de taxas por parte do BCE. Esta temática será objeto do próximo artigo sobre esta matéria.

Vânia Patrícia Duarte

<sup>5.</sup> Estimativas em contabilidade pública.

<sup>6.</sup> Retiramos o valor de 50 milhões de euros estimado para o apoio aos refugiados ucranianos.



### As novas dinâmicas do mercado de trabalho no pós-pandemia

A normalização da atividade económica no pós-pandemia potenciou a forte recuperação do emprego. Os níveis registados recentemente, em torno de 4,9 milhões de empregados,¹ são os mais elevados desde a primeira metade de 2010, antes da crise das dívidas soberanas, e representa uma criação de mais de 115.000 postos de trabalho face ao pré-pandemia (+2,4% face ao final de 2019). Neste contexto, a taxa de emprego² segue uma trajetória ascendente (com taxas superiores a 56%), mas ainda abaixo dos máximos de 2001/2002 (em torno de 59%). De realçar ainda que a taxa de atividade³ está em níveis máximos da série, perto de 60%, e que é preciso recuar a 2002 para encontrar níveis tão baixos de desemprego na economia portuguesa.⁴

No entanto, a recuperação pós-pandemia não é transversal a todos os sectores de atividade; de facto, a recuperação do emprego é explicada pelo sector dos serviços, com destaque para sectores tipicamente mais qualificados, como as TIC, Administração Pública, Educação, atividades de consultoria, científicas & técnicas e atividades de saúde humana & apoio social.

A recuperação nalguns casos é de tal forma assinável que o seu peso no total da população empregada aumentou.

É o caso do sector das TIC, que apresenta o maior aumento do seu peso no emprego total, passando de 2,8% da população empregada para quase 4% em 2022. Ao mesmo tempo, a Educação viu a sua proporção na população empregada aumentar 0,9 p. p. para 9,7% em 2022, o segundo maior aumento.

No entanto, noutros sectores, a recuperação é ainda incompleta: é o caso da indústria transformadora, o alojamento & restauração e as atividades administrativas & serviços de apoio. A fraca recuperação face aos níveis prépandemia afeta, em grande medida, o alojamento & restauração, onde existem atualmente menos 58.000 pessoas empregadas neste sector do que antes da pandemia.

A explicação para estes níveis comparativamente mais baixos pode estar relacionada com a dificuldade em contratar pessoal qualificado, que alguns sectores de atividade têm vindo a reportar. De facto, na indústria transformadora, mais de 40% das empresas reportavam obstáculos à sua atividade em julho, das quais 28% apontava a dificuldade de contratação (sendo a 3ª justificação mais relevante). De igual modo, no alojamento & restauração, das 25% que reportavam obstáculos, 56% apontava a falta de pes-

#### Emprego por sector de atividade económica

	Núr	mero (mil indivíd	uos)	Peso	no emprego tot	al (%)	Variação abso	luta 2022 face:
	2009	2019	2022	2009	2019	2022	2009	2019
Total	4.969	4.776	4.901	100,0	100,0	100,0	-67	125
Agricultura & pesca	569	134	133	11,4	2,8	2,7	-435	0
Indústrias extractivas	17	13	10	0,4	0,3	0,2	-7	-2
Indústrias transformadoras	825	837	808	16,6	17,5	16,5	-17	-28
Utilities	49	58	60	1,0	1,2	1,2	10	1
Construção	490	305	307	9,9	6,4	6,3	-183	2
Comércio; reparação de veículos	745	706	725	15,0	14,8	14,8	-20	19
Transportes & armazenagem	175	219	222	3,5	4,6	4,5	46	3
Alojamento, restauração & similares	292	321	262	5,9	6,7	5,4	-29	-58
TIC	91	134	193	1,8	2,8	3,9	102	59
Actividades financeiras e de seguros	87	99	108	1,7	2,1	2,2	21	9
Actividades imobiliárias	33	52	50	0,7	1,1	1,0	17	-2
Act. consultoria, científicas, técnicas & similares	164	222	255	3,3	4,6	5,2	91	34
Act. administrativas e dos serviços de apoio	136	171	156	2,7	3,6	3,2	21	-15
AP e Defesa; Seg. Social Obrigatória	327	309	354	6,6	6,5	7,2	26	45
Educação	356	417	473	7,2	8,7	9,7	118	57
Act. saúde humana & apoio social	320	475	521	6,4	9,9	10,6	201	46
Outras	294	305	263	5,9	6,4	5,4	-30	-42

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

<sup>1.</sup> Para a análise deste artigo, usaram-se os dados trimestrais (nomeadamente do Inquérito ao Emprego do INE).

<sup>2.</sup> Proporção da população em idade ativa (16 aos 89 anos) que está empregada.

<sup>3.</sup> Percentagem de população em idade ativa que faz parte da população ativa (empregada ou desempregada).

<sup>4.</sup> Excluindo o 2T 2020, trimestre em que o desemprego diminuiu artificialmente.



soal qualificado (a principal razão). Na construção, os números são ainda mais marcantes: metade das empresas reporta obstáculos, com 66% a referir a dificuldade em contratar.

De igual modo, a questão da escassez de recursos humanos é evidente também ao nível dos empregos que ficam por preencher. Os dados apontam para um número máximo, de quase 49.000 vagas, mais 15.600 do que antes da pandemia. O aumento face a 2019 é especialmente elevado no comércio & reparação de veículos e alojamento & restauração, onde existem mais de 4.900 e 2.800 postos de trabalho por preencher, respetivamente. Também na indústria transformadora os números são elevados e bem acima do pré-pandemia (+1.600).

O incremento do emprego em sectores tipicamente mais qualificados está em linha com a melhoria geral da escolaridade da população empregada. Esta era uma dinâmica já visível em 2019, mas que acabou por se consolidar no pós-pandemia, especialmente no caso dos indivíduos empregados com ensino superior, cujo peso passou de quase 29% da população empregada em 2019 para mais de 34% em 2022 (aumentaram cerca de 26%). De igual modo, os indivíduos com nível de escolaridade básico ou com nenhum grau de escolaridade diminuíram mais de 17% face ao pré-pandemia, representando 35,5% da população empregada (pouco mais de 1,6 milhões de pessoas, quando, em 2019, eram 2 milhões e superava os 2,3 milhões há uma década atrás).

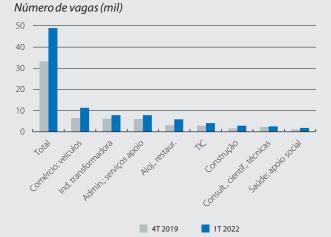
Verificou-se também com a pandemia uma procura por parte dos mais jovens por estudar ou frequentar uma formação. Estimamos que este número tenha aumentado em cerca de 70.000 logo no primeiro ano de pandemia e 41.000 em 2021.<sup>5</sup> Atualmente, existem mais 88.000 jovens a estudar ou em formação do que antes da pandemia. Este facto pode também justificar a recuperação incompleta do emprego nalguns sectores de atividade ou a transição dos indivíduos entre sectores, mais de acordo com a sua formação.

De igual modo, reforçou-se a posição dos empregados por conta de outrem, contrariamente aos empregados por conta própria, que não chegaram a recuperar ainda para os níveis pré-pandemia e continuam longe dos valores registados antes de 2011, ano em que o número de trabalhadores por conta própria ultrapassava o milhão de indivíduos (atualmente em torno de 720.000).

Outra dinâmica positiva no pós-COVID prende-se com a menor proporção de contratos temporários: antes da pandemia, aproximava-se dos 21% do emprego por conta de

5. Considerando os jovens (16-34 anos) em situação de desemprego ou inatividade que estão a estudar ou em formação.

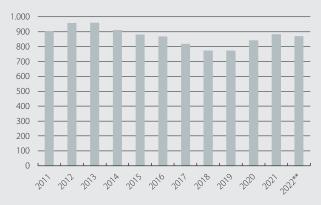
### Vagas de emprego por preencher, por sector



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

## Jovens (16-34 anos) a estudar ou em formação\*

#### Milindivíduos



Notas: \* Exclui-se jovens empregados que estejam a estudar/formação. (\*\*) Média no 1S 22. Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

## Contratos permanentes e temporários



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



outrem (Portugal ocupava a 2ª posição entre os países da Zona Euro), mas caiu para cerca de 16% no início deste ano, com uma descida no ranking para o 4º lugar. Os sectores onde se registaram maiores quedas dos contratos temporários foram a construção, comércio & reparação de veículos, transportes & armazenagem e o alojamento & restauração. Este foi um dos principais efeitos da pandemia, que acabou por destruir muitos postos de trabalho precários (de facto, o emprego sem termo continuou a aumentar em 2020 e 2021, contrariamente aos empregos precários), e na recuperação pós-pandemia continuam a perder importância. A título de exemplo, o peso dos contratos temporários na construção passou de cerca de 27% em 2019 para níveis em torno dos 15% atualmente. Em praticamente todos os sectores de atividade houve uma

queda do peso dos contratos temporários, exceto no caso das atividades profissionais, científicas & técnicas, cujo peso aumentou 3 p. p., para cerca de 28%.

Concluindo, há sectores de atividade em que os níveis de emprego ainda não recuperaram completamente, o que pode refletir o desajustamento entre a procura e a oferta, especialmente no que diz respeito a determinadas competências. A pandemia veio alterar as dinâmicas do mercado de trabalho português, com o aumento do emprego em sectores tipicamente mais qualificados, aumentando o nível geral de escolaridade da população empregada, e oferecendo contratos de trabalho mais estáveis. No entanto, a escassez de talento pode ser um entrave à atividade económica, reforçando-se a necessidade de medidas atrativas para captar e/ou reter capital humano.

Vânia Patrícia Duarte



#### Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Índice coincidente para a atividade	-5,5	3,1	5,3	6,0	6,9	6,9	6,7	6,4	
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	-4,7	-1,5	-2,1	1,9	3,9	-0,1	
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,3	-5,3	-1,5	-1,4	-0,1	-2,3	-2,9	-4,0	-4,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	13,5	-0,9	-6,9	44,1	-25,5	-1,0		
Compra e venda de habitações	-11,2	20,5	22,1	17,2	25,8		-	-	-
Preço da habitação (euro / m² - avaliação bancária)	8,3	8,6	8,7	11,0	11,5	14,2	15,8	16,1	
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	51,5	-38,9	51,5	259,9	298,1	298,1	296,6	
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-19,0	0,1	8,8	12,0	13,0	21,1	22,7	20,5	18,9
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	3,1	7,3	12,7	3,1	1,1	2,8	
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,7	7,3	7,3	6,7	5,1	4,3	3,4	
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-13,6	-13,5	-19,3	-30,5	-31,8	-31,2	-31,6
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	4,7	3,1	4,7	1,9	1,3	0,9	
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	6,1	6,3	5,9	5,7	6,0	5,9	
PIB	-8,4	4,9	4,4	5,9	11,8	7,1	_	_	_

#### Preços

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Inflação global	0,0	1,3	1,5	2,4	4,3	8,0	8,7	9,1	9,0
Inflação subjacente	0,0	0,8	0,9	1,5	3,1	5,5	6,0	6,2	6,5

#### Setor externo

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	13,5	18,3	21,2	18,9	18,9		
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	22,0	10,9	22,0	33,3	31,3	31,3		
Saldo corrente	-2,1	-2,5	-2,2	-2,5	-4,3	-4,7	-4,7		
Bens e serviços	-3,9	-5,7	-4,6	-5,7	-6,9	-6,4	-6,4		
Rendimentos primários e secundários	1,8	3,2	2,5	3,2	2,7	1,7	1,7		
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,1	1,2	1,1	1,2	-0,8	-1,3	-1,3		

#### Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

			-	-					
	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Depósitos <sup>1</sup>									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	8,7	9,3	8,9	8,2	8,2	8,4	
À vista e poupança	18,8	16,3	15,5	16,3	15,3	12,9	12,9	12,9	
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,0	1,2	1,1	2,3	2,3	2,8	
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-5,2	-4,1	9,8	8,5	8,5	5,3	
TOTAL	8,9	9,0	8,2	9,0	8,9	8,2	8,2	8,3	
Saldo vivo de crédito ¹									
Setor privado	4,6	2,9	4,2	2,9	2,8	2,7	2,7	2,1	
Empresas não financeiras	10,5	2,2	5,8	2,2	1,2	1,0	1,0	-0,3	
Famílias - habitações	2,1	3,3	3,3	3,3	3,0	3,8	3,8	3,7	
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	3,2	3,1	6,4	3,3	3,3	3,0	
Administrações Públicas	-4,2	3,8	4,1	3,8	5,3	-1,3	-1,3	0,0	
TOTAL	4,2	2,9	4,2	2,9	2,8	2,5	2,5	2,0	
Taxa de incumprimento (%) <sup>2</sup>	4,9	3,7	4,0	3,7	3,6		_	_	_

**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.



# Economia espanhola, riscos em baixa

Após um 2T marcado por uma forte recuperação do PIB, o agravamento da crise energética intensifica os riscos em baixa no cenário e introduz uma elevada incerteza. No entanto, o dinamismo observado no 2T, com um crescimento trimestral do PIB de 1,1%, motivado pela redução das restrições resultantes da pandemia e pela criação de emprego, proporciona um apoio para que o crescimento da atividade exceda 4% na totalidade de 2022, ainda que as perspetivas para a segunda metade do ano estejam a diminuir.

O balanço dos riscos apresenta claramente uma tendência negativa na sequência das crescentes dúvidas sobre a quantidade de gás que a Rússia irá fornecer, o que provavelmente irá manter o preço em níveis ainda mais elevados do que o esperado. A este respeito, os Estados-membros concordaram em tomar medidas para reduzir a procura de gás natural em 15% entre 1 de agosto de 2022 e 31 de março de 2023. Para Espanha, o objetivo de redução da procura de gás é de 7%.

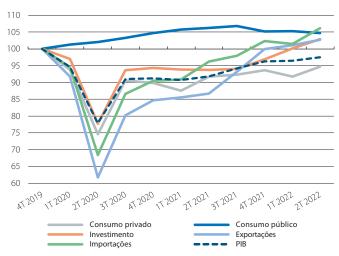
Os indicadores disponíveis apontam para um enfraquecimento da economia no 3T. Os índices empresariais PMI têm vindo a deteriorar-se e o índice do setor industrial encontra -se, desde julho, abaixo da barreira dos 50 pontos, que delimita a zona de contração da expansão; em contrapartida, o indicador do setor dos serviços (50,6) ainda se mantém na zona de expansão, graças à retoma do turismo internacional. Além disso, à luz do Inquérito de expectativas dos consumidores do BCE, as famílias antecipam uma evolução menos favorável dos seus rendimentos, da sua posição patrimonial e da situação económica geral, o que provoca uma deterioração das suas perspetivas e um menor dinamismo das suas despesas. Na mesma linha, o indicador de confiança dos consumidores piorou acentuadamente em julho-agosto, atingindo o seu nível mais baixo desde 2012 (-33,4 pontos), e as compras do comércio retalhista, em termos reais, registaram em julho o seu primeiro declínio em quatro meses (-0,5% em termos homólogos).

Ligeira moderação da criação de emprego. Após uma fraca criação de emprego em julho (apenas 9.100 inscritos em termos ajustados de sazonalidade), agosto registou uma melhoria, com um aumento mensal de 62.135 pessoas. Em média, até ao momento no 3T, a criação de emprego registou uma ligeira moderação para uma taxa trimestral de 0,5%, em comparação com 0,6% no trimestre anterior. Relativamente aos contratos por tempo indeterminado, a tendência positiva continuou, representando 39,5% dos contratos assinados e a taxa de temporalidade caiu de 27,2% no final do ano passado para 18,6%.

A intensidade e persistência da subida da inflação continuam a surpreender. Segundo o indicador provisório, embora a inflação geral tenha diminuído ligeiramente em agosto (10,4% vs. 10,8% em julho), a subjacente (excluindo energia e

#### Espanha: PIB e componentes

Índice (100 = 4T 2019)

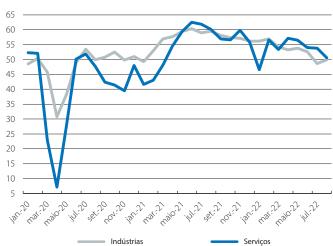


Nota: Em termos reais.

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

#### Espanha: PMI

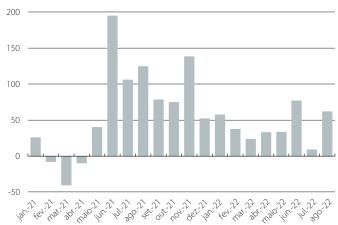
Nível



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

## Espanha: inscritos na Segurança Social \*

Variação mensal (milhares)



**Nota:** \* Série ajustada sazonalmente

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Ministério espanhol do Trabalho, Migrações e da Seauranca Social.

alimentos não processados) continuou a subir e situa-se agora em 6,4% (6,1% em julho). A moderação da taxa geral deveu-se principalmente à redução dos preços dos combustíveis, em linha com a contenção do preço do barril de Brent, que caiu 5,6% mensal em agosto para 97 euros. Pelo contrário, a eletricidade continua a ter um forte contributo positivo para a inflação, como resultado da subida acentuada dos preços do gás, que atingiram máximos históricos, e de uma compensação mais elevada para as centrais elétricas de ciclo combinado. A este respeito, o aumento dos futuros cotados do preço do gás no último mês representa um forte risco para as nossas previsões de inflação para 2022 e 2023, o que, por sua vez, lança uma sombra sobre as perspetivas do poder de compra das famílias.

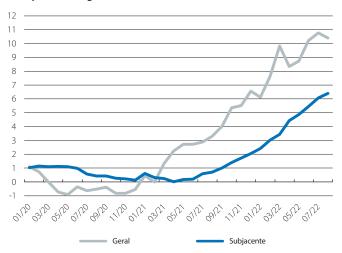
O aumento do défice comercial de mercadorias contrasta com a melhoria do excedente da balança do turismo. No 1S do ano, a balança-corrente apresentou um défice de 1.229 milhões de euros, número que contrasta com o superavit do mesmo período de 2021 (2.087 milhões). Esta deterioração é explicada, principalmente, pelo aumento do défice comercial de mercadorias, que subiu para 31.963 milhões de euros, seis vezes mais do que no mesmo período de 2021 (–5.397 milhões). Por componentes, a deterioração é generalizada: por um lado, o défice energético ascende a 27.675 milhões (–11.032 milhões em 2021), motivado pelo aumento dos preços das importações; por outro lado, a balança de bens não energéticos apresenta um défice de 4.288 milhões (face a um superavit de 5.635 milhões em 2021), como resultado do maior dinamismo das importações (27,8% vs. 20% das exportações).

Pelo contrário, o setor turístico registou excelentes números, com um superavit de 22.165 mil milhões de euros entre janeiro e junho, um máximo histórico no referido período. Os dados de julho apontam para uma época de verão muito positiva: chegaram mais de 9 milhões de turistas estrangeiros, que gastaram quase 12.000 milhões de euros, pelo que a diferença em relação aos níveis do mesmo período de 2019 foi reduzida para 8,1% e 0,6%, respetivamente (–15,5% e –7,2% em junho). As estadias noturnas de turistas estrangeiros também mostraram uma forte melhoria, situando-se 5,7% abaixo de julho de 2019, uma distância 4,2 p. p. inferior à observada no mês anterior.

A atividade imobiliária mantém um forte ritmo de crescimento, mas o aumento das taxas de juro irá abrandar a procura de habitação. A procura de habitação continua a crescer com força (18,8% em termos homólogos em junho), apesar de existir uma ligeira moderação em relação às taxas dos meses anteriores (crescia a ritmos de 30% no início do ano). Em termos acumulados, foram registados 628.805 contratos de compra e venda nos últimos 12 meses, um nível que não se via desde julho de 2008 e muito acima do registo pré-pandemia (cerca de 505.000 em 2019). De qualquer forma, o aumento das taxas de juro por parte do BCE e o crescimento mais lento do rendimento real das famílias face à subida da inflação são fatores que apontam para um abrandamento progressivo da procura.

#### Espanha: IPC

Variação homóloga (%)



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

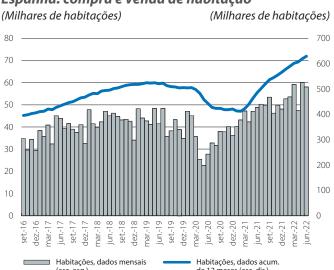
#### Espanha: saldo da balança comercial

Dados acumulados de 12 meses (milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos serviços aduaneiros espanhóis.

#### Espanha: compra e venda de habitação



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



#### Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,5	8,8	1,8	1,6	1,6	4,7	7,0		
Indicador de confiança na indústria (valor)	-13,6	0,6	2,6	5,0	6,8	0,5	1,7	-4,8	-5,4
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	58,9	56,9	55,8	53,2	52,6	48,7	49,9
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	15,0	24,6	31,6				
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,7	22,5	32,6	41,8	33,6	29,6		
Preço da habitação	2,1	3,7	4,2	6,4	8,5		_	-	_
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	-34,5	64,7	313,4	311,7	311,7	290,5	
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	59,6	57,4	52,2	55,9	54,0	53,8	50,6
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	-0,3	0,7	0,4	1,1	0,7	-0,5	
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	-24,5	-17,1	-7,5	-10,3	-7,8	-12,5	9,1
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,7	-12,8	-8,8	-13,0	-17,6	-26,4	-28,8	-35,0	-31,7
Mercado de trabalho									
População empregada <sup>1</sup>	-2,9	3,0	4,5	4,3	4,6	4,0	_	_	_
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,5	14,8	14,6	13,3	13,6	12,5	_	_	_
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	-2,0	2,5	3,8	3,9	4,5	4,8	4,3	3,8	3,5
PIB	-10,8	5,1	3,5	5,5	6,3	6,3	_	_	_

#### **Precos**

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Inflação global	-0,3	3,1	3,4	5,8	7,9	9,1	10,2	10,8	10,4
Inflação subjacente	0,7	0,8	0,8	1,7	3,0	4,9	5,5	6,1	6,4

#### Setor externo

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	15,2	21,2	26,2	22,2	22,2		
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	13,5	24,8	36,1	35,2	35,2		
Saldo corrente	9,3	11,1	11,6	11,1	7,9	7,8	7,8		
Bens e serviços	16,5	17,9	19,2	17,9	14,4	15,9	15,9		
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-6,8	-7,7	-6,8	-6,5	-8,1	-8,1		
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	13,7	22,3	19,7	22,3	19,4	20,5	20,5		

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

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

2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	06/22	07/22	08/22
7,5	6,1	4,8	5,8	5,2	5,3	5,2	5,3	
12,3	10,3	8,9	9,2	9,3	9,1	8,7	8,6	
-16,5	-24,4	-26,0	-27,6	-26,8	-25,3	-24,8	-21,9	
1,0	15,5	15,1	19,4	19,3	15,6	16,0	8,3	
7,1	6,7	5,5	6,6	6,0	6,0	5,9	5,5	
1,2	0,3	-0,7	-0,1	0,2	0,8	0,8	1,2	
4,9	1,1	-1,9	-1,0	-0,5	0,7	0,7	2,0	
-1,8	0,2	0,6	1,0	1,3	1,4	1,2	1,1	
0,8	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-0,4	-0,2	-0,9	
3,0	15,3	22,7	11,6	3,4	1,9	0,4	-3,1	
1,3	1,1	0,7	0,6	0,4	0,9	0,8	0,9	
4,5	4,3	4,4	4,3	4,3	4,1	3,9		
	7,5 12,3 -16,5 1,0 7,1 1,2 4,9 -1,8 0,8 3,0 1,3	7,5 6,1 12,3 10,3 -16,5 -24,4 1,0 15,5 7,1 6,7  1,2 0,3 4,9 1,1 -1,8 0,2 0,8 -1,2 3,0 15,3 1,3 1,1	7,5 6,1 4,8 12,3 10,3 8,9 -16,5 -24,4 -26,0 1,0 15,5 15,1 7,1 6,7 5,5  1,2 0,3 -0,7 4,9 1,1 -1,9 -1,8 0,2 0,6 0,8 -1,2 -1,2 3,0 15,3 22,7 1,3 1,1 0,7	7,5 6,1 4,8 5,8 12,3 10,3 8,9 9,2 -16,5 -24,4 -26,0 -27,6 1,0 15,5 15,1 19,4 7,1 6,7 5,5 6,6  1,2 0,3 -0,7 -0,1 4,9 1,1 -1,9 -1,0 -1,8 0,2 0,6 1,0 0,8 -1,2 -1,2 -1,2 3,0 15,3 22,7 11,6 1,3 1,1 0,7 0,6	7,5 6,1 4,8 5,8 5,2 12,3 10,3 8,9 9,2 9,3 -16,5 -24,4 -26,0 -27,6 -26,8 1,0 15,5 15,1 19,4 19,3 7,1 6,7 5,5 6,6 6,0  1,2 0,3 -0,7 -0,1 0,2 4,9 1,1 -1,9 -1,0 -0,5 -1,8 0,2 0,6 1,0 1,3 0,8 -1,2 -1,2 -1,2 -1,1 3,0 15,3 22,7 11,6 3,4 1,3 1,1 0,7 0,6 0,4	7,5         6,1         4,8         5,8         5,2         5,3           12,3         10,3         8,9         9,2         9,3         9,1           -16,5         -24,4         -26,0         -27,6         -26,8         -25,3           1,0         15,5         15,1         19,4         19,3         15,6           7,1         6,7         5,5         6,6         6,0         6,0           1,2         0,3         -0,7         -0,1         0,2         0,8           4,9         1,1         -1,9         -1,0         -0,5         0,7           -1,8         0,2         0,6         1,0         1,3         1,4           0,8         -1,2         -1,2         -1,2         -1,1         -0,4           3,0         15,3         22,7         11,6         3,4         1,9           1,3         1,1         0,7         0,6         0,4         0,9	7,5         6,1         4,8         5,8         5,2         5,3         5,2           12,3         10,3         8,9         9,2         9,3         9,1         8,7           -16,5         -24,4         -26,0         -27,6         -26,8         -25,3         -24,8           1,0         15,5         15,1         19,4         19,3         15,6         16,0           7,1         6,7         5,5         6,6         6,0         6,0         5,9           1,2         0,3         -0,7         -0,1         0,2         0,8         0,8           4,9         1,1         -1,9         -1,0         -0,5         0,7         0,7           -1,8         0,2         0,6         1,0         1,3         1,4         1,2           0,8         -1,2         -1,2         -1,2         -1,1         -0,4         -0,2           3,0         15,3         22,7         11,6         3,4         1,9         0,4           1,3         1,1         0,7         0,6         0,4         0,9         0,8	7,5         6,1         4,8         5,8         5,2         5,3         5,2         5,3           12,3         10,3         8,9         9,2         9,3         9,1         8,7         8,6           -16,5         -24,4         -26,0         -27,6         -26,8         -25,3         -24,8         -21,9           1,0         15,5         15,1         19,4         19,3         15,6         16,0         8,3           7,1         6,7         5,5         6,6         6,0         6,0         5,9         5,5           1,2         0,3         -0,7         -0,1         0,2         0,8         0,8         1,2           4,9         1,1         -1,9         -1,0         -0,5         0,7         0,7         2,0           -1,8         0,2         0,6         1,0         1,3         1,4         1,2         1,1           0,8         -1,2         -1,2         -1,2         -1,1         -0,4         -0,2         -0,9           3,0         15,3         22,7         11,6         3,4         1,9         0,4         -3,1           1,3         1,1         0,7         0,6         0,4         0,9

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.

## **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., 2022
- © CaixaBank, S.A., 2022

Design e produção: www.cegeglobal.com



