

IM11

INFORMAÇÃO MENSAL
NOVEMBRO 2022



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

Tumulto no Reino Unido, alerta à tripulação

ECONOMIA INTERNACIONAL

EUA: abrandamento controlado ou aterragem forçada do mercado imobiliário?

ECONOMIA PORTUGUESA

«Habemus Pactum»: acordo de rendimentos e competitividade será linha orientadora até 2026

Ano de incerteza aconselha Orçamento de Estado ponderado

Consumo em 2023: o que esperar?

Plano de Recuperação e Resiliência: ponto de situação

ECONOMIA ESPANHOLA

As contas públicas em 2023: as receitas aumentam e as despesas também

DOSSIER: PERSPETIVAS 2023

Tempos de transformação

Há luz ao fundo do túnel? Perspetivas para a política monetária em 2023

A política económica face ao desafio energético: apoiar os mais vulneráveis sem distorcer a economia

Portugal em 2023: ano de cerrar os dentes?

INFORMAÇÃO MENSAL**Novembro 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/)

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Clàudia Canals e Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

7 de novembro de 2022

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

9 *Tumulto no Reino Unido, alerta à tripulação*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *EUA: abrandamento controlado ou aterragem forçada do mercado imobiliário?*

18 ECONOMIA PORTUGUESA

20 *«Habemus Pactum»: acordo de rendimentos e competitividade será linha orientadora até 2026*

22 *Ano de incerteza aconselha Orçamento de Estado ponderado*

24 *Consumo em 2023: o que esperar?*

26 *Plano de Recuperação e Resiliência: ponto de situação*

29 ECONOMIA ESPANHOLA

31 *As contas públicas em 2023: as receitas aumentam e as despesas também*

34 DOSSIER: PERSPETIVAS 2023

34 *Tempos de transformação*

36 *Há luz ao fundo do túnel? Perspetivas para a política monetária em 2023*

38 *A política económica face ao desafio energético: apoiar os mais vulneráveis sem distorcer a economia*

40 *Portugal em 2023: ano de cerrar os dentes?*

Geopolítica, geopolítica e, para sobremesa: geopolítica

A prosperidade económica e a transformação das sociedades têm estado indiscutivelmente ligadas às revoluções tecnológicas. Hoje, mergulhadas na evolução climática do mundo e no meio de uma intensa batalha geopolítica que provavelmente conduzirá a um mundo multipolar, as grandes economias têm de decidir a sua estratégia de jogo. Uma estratégia que será desenvolvida em numerosas frentes, e onde já estamos a assistir a um papel governamental proeminente, mesmo nos países que durante décadas exemplificaram claramente o liberalismo económico, como os EUA.

De facto, há alguns dias, a administração Biden aumentou as restrições à compra de chips americanos por empresas ou indivíduos chineses. Limitar a utilização de tecnologias avançadas é uma forma eficaz de impedir a emergência dos países. E os EUA são claros, esta limitação tecnológica será uma das práticas a seguir para restringir a relevância geograficamente estratégica da China, um país com um sistema político, social e económico marcadamente diferente daquele defendido pelo mundo ocidental.

Na Europa, a pandemia em primeiro lugar e a guerra na Ucrânia mais tarde, salientaram a forte dependência que temos relativamente à produção chinesa e à energia russa. Uma dependência que, a todo o custo, terá que ser reduzida, o que levou a uma extensão da política de «autonomia estratégica» ou de «soberania estratégica» defendida pela UE para além das áreas de segurança e defesa em que inicialmente se focou.

Hoje, a política de maior autonomia também engloba a necessidade de aumentar a resiliência das cadeias globais de abastecimento, diminuindo a dependência de determinados produtos e/ou países estrangeiros, especialmente os «menos amigáveis», bem como a necessidade de defender os valores democráticos em todos os países da União.

Trata-se de linhas de ação em que a UE não só trabalha individualmente, como também em conjunto com os EUA através de instrumentos como o Conselho do Comércio e Tecnologia, nascido em junho de 2021. Em geral, este Conselho apresenta-se como um fórum para ambas as regiões dialogarem e acordarem numa agenda comum sobre aspetos comerciais e tecnológicos, sempre a partir de uma abordagem que apoie os valores democráticos que partilham. Em particular, um dos grupos de trabalho do Conselho centra-se no aumento da segurança das cadeias de valor globais, cujas vulnerabilidades foram salientadas durante a pandemia COVID-19.

Uma questão-chave agora é se a UE continuará a sua abordagem mais moderada das suas relações com o resto do mundo (incluindo a China) para atingir os seus objetivos de autonomia estratégica; ou se, pelo contrário, adotará uma posição mais beligerante, de mãos dadas com o seu renovado aliado transatlântico. Embora ainda seja muito cedo para saber o rumo que esta aliança irá tomar, podemos começar a registar uma certa mudança no sentido de uma maior tolerância ao confronto.

Uma atitude mais confrontacional em domínios como a tecnologia ou o comércio pode ter enormes efeitos negativos em termos de crescimento económico a curto e médio prazo. Afinal, vivemos num mundo altamente globalizado, mais do que em qualquer outro momento da história. No caso da UE, por exemplo, a dependência da China ou a «pegada eletrónica» é hoje mais importante do que a «pegada energética» da Rússia na economia europeia. E, no caso dos Estados Unidos, as ligações com a China no sector da electrónica, ou maquinaria, são ainda mais profundas do que as da própria UE com o gigante asiático.

Mas se uma posição confrontacional pode ter efeitos indesejáveis importantes na atividade económica, o que pode uma resposta pouco convincente do Ocidente ao atual cerco da ordem liberal e democrática representar para o futuro do nosso modelo político liberal e democrático?

Cronologia

OUTUBRO 2022

- 5** A OPEP concorda em cortar a produção de crude em 2 milhões de barris por dia face aos níveis de agosto de 2022.
- 23** Xi Jinping assume um terceiro mandato como secretário-geral do Partido Comunista da China.
- 27** O BCE aumenta as taxas de juro oficiais em 75 p. b.

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 URSS.

JUNHO 2022

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

SETEMBRO 2022

- 8** Falece Isabel II de Inglaterra após 70 anos de reinado.
- 16** A morte de Mahsa Amini origina uma onda de protestos em massa no Irão.
- 27** Sabotagem nos gasodutos Nord Stream 1 e 2.
- 30** O Conselho Europeu aprova medidas para reduzir a procura energética.

JULHO 2022

- 7** Demissão de Boris Johnson como primeiro-ministro do Reino Unido.
- 8** Assassinato de Shinzō Abe, antigo primeiro-ministro japonês.
- 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** Fórum Económico Mundial em Davos.
- 25** Novo tiroteio em massa numa escola primária nos EUA.

Agenda

NOVEMBRO 2022

- 1-2** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 3** Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
Portugal: concessão de novos empréstimos (setembro).
- 4** Espanha: produção industrial (setembro).
- 9** Portugal: emprego (3T).
- 15** Japão: PIB (3T).
- 17** Portugal: indicadores coincidentes (outubro).
- 18** Portugal: rating Moody's.
- 25** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 29** Espanha: avanço do IPC (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 30** Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Portugal: detalhe das componentes do PIB (3T).
Portugal: estimativa do IPC (novembro).

DEZEMBRO 2022

- 2** Espanha: rating Fitch.
Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
Portugal: produção industrial (outubro).
- 13-14** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 15** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 15-16** Conselho Europeu.
- 16** Espanha: inquérito trimestral aos custos da mão-de-obra (3T).
- 23** Espanha: contabilidade nacional trimestral (3T).
Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T).
Espanha: balanço de pagamentos e NIIP (3T).
Espanha: execução orçamental do Estado (novembro).
Portugal: preços da habitação (3T).
Portugal: taxa de poupança das famílias (3T).
- 29** Portugal: NPL (3T).
- 30** Espanha: estimativa do IPC (dezembro).
Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
Portugal: estimativa do IPC (dezembro).

Pontos de inflexão

A economia mundial encontra-se em plena fase de transição, entre a resiliência que continuou a mostrar o crescimento nos meses de verão e o forte ajustamento descendente da atividade que estará a ser antecipado pela rápida deterioração das expectativas dos agentes económicos (especialmente marcada em outubro) e o agravamento das condições financeiras. Com riscos que podem mover a agulha, como a política covid-zero na China ou tensões geopolíticas.

A chave para os próximos meses será chegar ao ponto de viragem no comportamento da inflação, altura em que se poderá vislumbrar o fim do processo mais agressivo de subida das taxas de juro nos últimos 40 anos, o que reduziria previsivelmente a volatilidade no comportamento dos mercados financeiros. E, neste momento, não há muitas novidades, uma vez que continuamos a acumular surpresas negativas generalizadas (com exceções como Espanha), destacando o aumento dos preços em outubro na UEM para 10,7%, e a evolução negativa de países como Portugal (10,2%), a Alemanha (11,6%), a Itália (12,8%) ou a Holanda (16,8%). Quase dois anos após o início do processo inflacionista, continuamos a assistir a novos máximos mensais, enquanto os vários choques de oferta têm vindo a ser filtrados em todos os sectores, como evidenciado pelo facto de na zona euro quase 60% do cabaz do IPC (45% no caso da inflação subjacente) apresentar um crescimento anual de preços superior a 5%. Mas, o mais importante, estamos longe de compreender as alterações a nível da inflação e as suas potenciais implicações a médio prazo no crescimento, nas taxas de juro do equilíbrio, etc.

A curto prazo, alguns sinais de diminuição dos custos de transporte (contentores, etc.) e a recuperação dos inventários podem estar a antecipar uma diluição gradual dos estrangulamentos e, por conseguinte, melhorias nas fases iniciais do processo de formação dos preços, precisamente onde os problemas começaram a surgir há dois anos. Além disso, o mercado de futuros dos preços do gás para 2023 caiu 25% nas últimas semanas, refletindo os progressos nas respostas da política energética na Europa e os elevados níveis atingidos pelas reservas de gás (95% da capacidade de armazenamento).

Ou seja, não devemos estar longe do ponto de viragem no comportamento da inflação geral nos países industrializados, uma vez que a melhoria das restrições do lado da oferta se juntará ao intenso arrefecimento da atividade que se prevê para os próximos seis meses. A grande incógnita será o ritmo a que os preços voltarão às metas do banco central.

As expectativas de inflação descontadas pelos mercados financeiros antecipam que a inflação poderá situar-se abaixo dos 5% a partir do próximo verão na Europa e nos EUA, mas de acordo com estas leituras teremos de esperar quase mais dois anos para a ver na Europa aproximar-se dos 2%. Por conseguinte, a primeira parte do caminho para o objetivo poderia ser percorrida no próximo semestre, mas a partir daí o processo tornar-se-ia mais lento, tendo em conta fatores estruturais como a desglobalização, o risco geopolítico ou a transição energética. Isto pode testar a tolerância das autoridades monetárias para desvios de um ou dois pontos percentuais do objetivo, sobretudo se o preço a pagar em termos de emprego ou de estabilidade financeira for elevado. E, por isso, reabrir o debate sobre a adequação dos objetivos concebidos num contexto económico muito diferente do atual.

Por enquanto, após as dúvidas de 2021, as taxas de juro globais aumentaram 3 pontos percentuais em 2022, situando-se na maioria dos casos numa zona já restritiva. A questão que se coloca atualmente é saber qual será o efeito que este súbito aperto monetário terá na atividade e no emprego a curto prazo, dado que poderá também estar a alterar-se a forma de transmissão da política monetária às variáveis reais. É por isso que, a partir de agora, podemos esperar uma moderação da intensidade das subidas das taxas de juro, que terão de ser adequadamente combinadas com programas de redução do balanço, num ambiente de mercados financeiros nervosos. Mas o mais importante será compreender plenamente os fatores que estão por detrás do súbito aumento da inflação, monitorizar o caminho da normalização para o objetivo e tentar antecipar se, após a tempestade, assistiremos a uma mudança de regime no comportamento dos preços. Mais do que tudo, para evitar reações desnecessárias e dolorosas.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	4,75	3,50
Libor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,75	4,75	3,50
Libor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	4,90	4,50	3,50
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	0,13	0,62	4,20	4,00	3,00
Dívida pública 10 anos	4,70	2,57	0,93	1,45	3,80	3,50	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,50	3,00	2,50
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,92	2,47	2,17
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,56	-0,60	2,03	2,53	2,23
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,14	2,59	2,29
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,35	2,66	2,40
Euribor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	2,56	2,73	2,51
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,73	-0,69	1,75	2,25	2,25
Dívida pública 10 anos	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,00	2,70	2,70
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,23	2,77	2,80
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,47	3,04	3,05
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,05	0,42	3,30	3,80	3,70
Prémio de risco	11	164	62	73	130	110	100
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	-0,61	-0,64	2,41	3,02	3,08
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,70	3,28	3,30
Dívida pública 10 anos	4,49	4,68	0,02	0,34	3,35	3,85	3,75
Prémio de risco	19	314	60	65	135	115	105
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,00	1,05	1,10
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	95,0	94,0	83,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	95,0	89,5	75,5

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	-3,0	6,0	3,1	2,7	3,3
Países desenvolvidos	2,6	1,4	-4,4	5,2	2,4	1,0	1,6
Estados Unidos	2,7	1,7	-2,8	6,0	1,6	1,1	1,7
Zona Euro	2,2	0,8	-6,2	5,3	3,1	0,2	1,6
Alemanha	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,6	-0,2	1,2
França	2,2	1,0	-7,9	6,8	2,5	0,6	1,5
Itália	1,5	-0,3	-9,1	6,6	3,4	-0,2	1,1
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,3	0,5	2,3
Espanha	3,7	0,6	-11,3	5,5	4,5	1,0	1,9
Japão	1,4	0,4	-4,6	1,7	1,5	1,7	1,2
Reino Unido	2,6	1,3	-9,3	7,4	3,5	-1,3	-0,4
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	4,9	-1,9	6,6	3,5	4,0	4,5
China	10,6	8,0	2,2	8,1	3,0	5,2	5,0
Índia	7,2	6,8	-6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	-3,9	4,6	1,8	0,9	1,8
México	2,4	1,9	-8,1	4,8	1,9	1,4	2,5
Rússia	7,2	1,3	-2,7	4,8	-8,1	-3,2	3,0
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	3,1	3,0	3,2
Polónia	4,2	3,6	-2,1	6,0	5,6	2,6	3,4
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,7	3,1	7,1	4,0	2,0
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	3,4	2,0
Zona Euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,1	5,1	2,1
Alemanha	1,7	1,4	0,4	3,2	8,2	5,2	2,2
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,1	2,0
Itália	2,4	1,4	-0,1	1,9	7,7	4,8	2,0
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,9	5,7	2,2
Espanha	3,2	1,3	-0,3	3,1	9,1	4,5	2,3
Japão	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,2	1,9	1,0
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	8,9	5,5	2,3
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,9	9,7	7,4	5,6
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,9	1,6
Índia	4,5	7,3	6,6	5,1	6,6	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	10,5	5,1	4,0
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,2	4,7	3,8
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	14,7	7,5	6,8
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	69,3	36,4	29,0
Polónia	3,5	2,0	3,7	5,2	11,2	7,0	3,7

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,5	-6,9	4,7	5,0	0,5	2,0
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,0	-0,2	-0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	1,7	3,8	8,4
Bens de equipamento	3,2	2,6	-5,4	13,9	-	-	-
Construção	-1,5	-2,6	1,0	5,5	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,8	4,0	0,9	2,9
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,8	13,5	16,5	4,3	6,6
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,3	10,1	5,0	7,8
Produto interno bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,3	0,5	2,3
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,5	-1,9	2,8	1,6	-0,3	0,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	7,0	6,6	5,9	6,4	6,1
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	0,0	1,3	7,9	5,7	2,2
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-1,1	-2,7	-2,3	-1,7
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	0,7	2,1	2,1	2,3
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-1,5	-1,3	-0,7

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	0,0	-12,4	6,1	-0,1	-0,7	2,5
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,1	3,5	2,9	-1,3	1,0	0,7
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	5,1	1,8	2,0
Bens de equipamento	4,9	0,1	-13,3	6,3	5,0	-1,3	3,0
Construção	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,9	3,9	1,4
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,6	-0,2	-8,6	4,3	0,7	0,2	1,9
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	-19,9	14,4	18,5	2,6	1,9
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	-14,9	13,9	7,0	0,7	2,0
Produto interno bruto	3,7	0,6	-11,3	5,5	4,5	1,0	1,9
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,2	0,5	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,8	13,1	12,8
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	-0,3	3,1	9,1	4,5	2,3
Custos de trabalho unitários	3,0	0,6	7,7	0,3	0,5	3,2	2,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,5	1,3	1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	2,3	2,5
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-10,3	-6,9	-4,5	-4,3	-3,6

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

Previsões

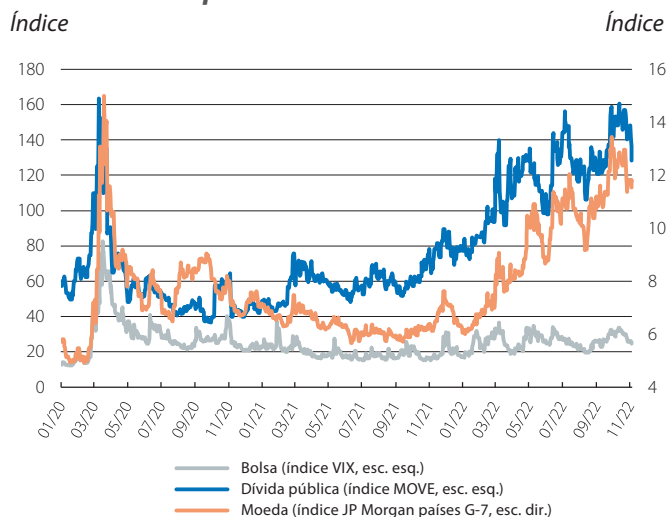
Semanas de volatilidade nos mercados financeiros

Outubro: primeira quinzena de volatilidade, segunda quinzena de crescimento. O início do 4T manteve a tendência de volatilidade e de incerteza nos mercados financeiros, apesar de ter ocorrido sob um padrão crescente ao longo de outubro. Assim, as primeiras semanas do mês caracterizaram-se por um aperto adicional das condições financeiras, devido aos sinais de persistência nas pressões inflacionistas, ao aumento das tensões geopolíticas crescentes e à tempestade que se seguiu ao anúncio de um plano de estímulo fiscal no Reino Unido. As sessões posteriores registaram uma melhoria acentuada no sentimento dos investidores, permitindo que os principais ativos de risco fechassem o mês de outubro em verde. Entre outros fatores, o otimismo na segunda parte do mês foi explicado pela possibilidade que, com o arrefecimento acentuado dos dados económicos, os bancos centrais possam decidir abrandar o ritmo de subida das taxas de juro nos próximos meses. Uma ideia que, não obstante, perdeu ímpeto após a reunião da Reserva Federal dos EUA no início de novembro.

Reino Unido, no epicentro da tempestade. A resolução da crise política no Reino Unido também foi um fator que incentivou o aumento do apetite pelo risco na segunda quinzena de outubro. Os mercados financeiros receberam positivamente a eleição de Rishi Sunak como primeiro-ministro e, em particular, a sua decisão de manter Jeremy Hunt como responsável de Economia. As expectativas de que o novo governo se mantenha no caminho da retidão fiscal, na sequência da inversão das medidas anunciadas pela demitida Liz Truss, permitiram recuperar a maior parte das perdas em libras esterlinas ou em obrigações britânicas. Na nossa opinião, este episódio de stress financeiro no Reino Unido é um aviso à navegação de que, num contexto de endurecimento da política monetária, a capacidade de manobra da política fiscal estará outra vez muito influenciada pelo escrutínio dos mercados financeiros (ver o Focus «Turbulências no Reino Unido, aviso a ter em conta» nesta edição da *Informação Mensal*).

O BCE mantém o ritmo das subidas das taxas de juro e pondera a estratégia de redução do seu balanço o qual, de acordo com a presidente Christine Lagarde, será debatido na próxima reunião de dezembro. Desta forma, a taxa de juro oficial na facilidade de depósito aumentou em outubro 75 p.b. para 1,50%. Lagarde confirmou que os próximos ajustamentos serão decididos reunião a reunião, dependendo dos dados económicos. Por sua vez, o BCE decidiu alterar as condições aplicadas às TLTRO a partir de novembro. Em linhas gerais, a tendência *dovish* da última reunião foi transmitida numa revisão em baixa das taxas de juro implícitas e na descida da rentabilidade da dívida soberana, movimentos que, no entanto, foram parcialmente invertidos no início de novembro. Em Itália, o prémio de risco caiu para cerca de 210 p.b. (4 de novembro), na sequência da formação do novo governo de Giorgia Meloni, que confirmou a sua intenção de não se desviar do programa de reformas acordado com Bruxelas. Outro fator positivo para a dívida peri-

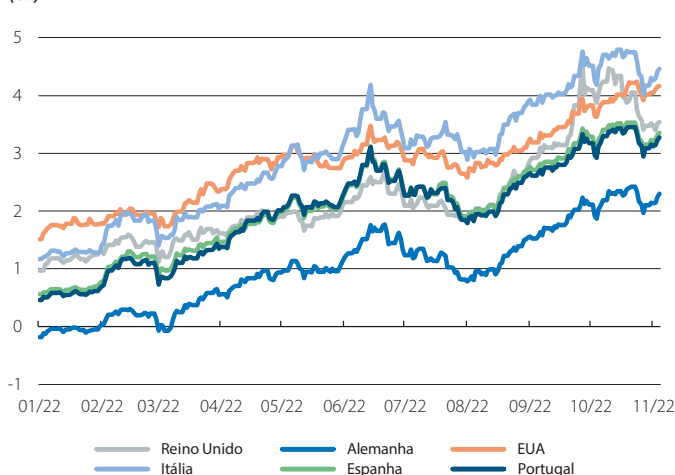
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



Nota: Dados a 4 de novembro.

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

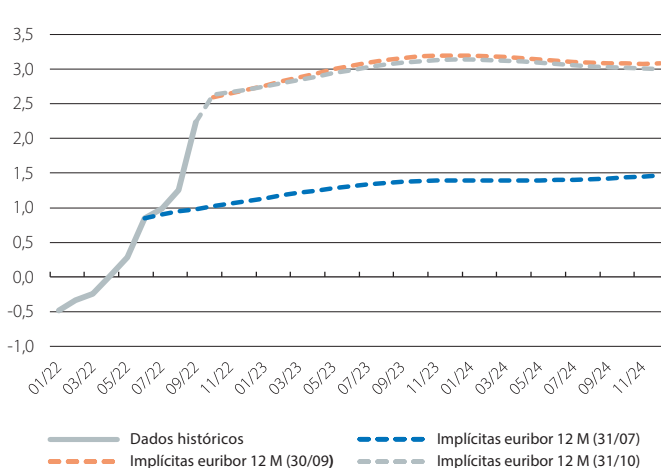
Rentabilidade da dívida soberana a 10 anos (%)



Nota: Dados a 4 de novembro.

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

Euribor 12 meses, dados históricos e taxas de juro implícitas nos mercados monetários (%)



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

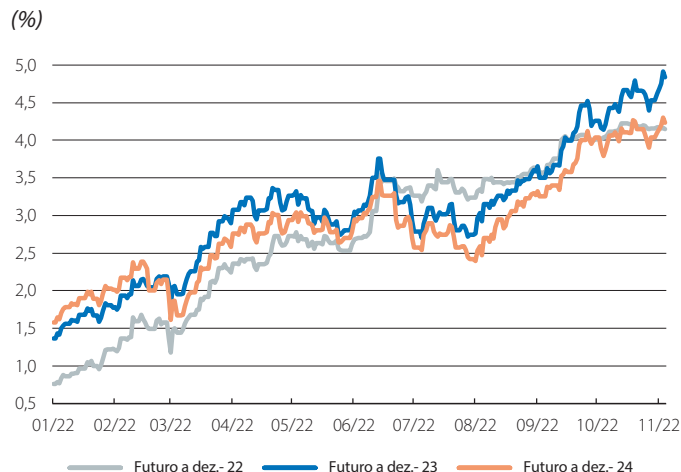
férica foi o anúncio de que o governo alemão seria a favor de um novo fundo de empréstimo financiado pela dívida da UE.

A Fed também aumentou as taxas de juro em 75 p.b., embora preveja um menor ritmo de ajustamento. Assim, na sua reunião no início de novembro, decidiu manter o ritmo de subida das taxas de juro, de forma a situar a taxa de juro oficial no intervalo dos 3,75%-4,00%. Na sua declaração oficial, o presidente Jerome Powell sublinhou que o Banco Central poderá abrandar o ritmo de aperto já em dezembro, tendo deixado claro que é demasiado cedo para pensar numa pausa na subida das taxas de juro e que muito provavelmente terão de levar as taxas de juro para um nível mais alto que o discutido na reunião de setembro (4,50%-4,75%, de acordo com o *dot plot*). Nalguns países avançados, outros bancos centrais tinham já anunciado aumentos menores das taxas de juro, quer no Canadá (50 p.b. para 3,75%) quer na Noruega (25 p.b. para 2,50%) ou na Austrália (25 p.b. para 2,85%). Entretanto, o Banco do Japão reiterou a sua intenção de manter a tendência ultra-acomodatória na sua política monetária, o que acentuou a tendência de enfraquecimento do iene em relação ao dólar.

Aumento (temporário) do euro e do rendimento variável, exceto na China. O maior apetite pelo risco na segunda quinzena de outubro refletiu-se numa queda do dólar norte-americano, que no seu câmbio-âncora com o euro fechou o mês de outubro perto da paridade. Contudo, este comportamento foi revertido no início de novembro após a reunião da Fed. Os índices bolsistas, entretanto, reduziram as descidas registadas este ano. Para além dos fatores acima mencionados, estes ativos encontraram apoio na época de resultados empresariais que, com exceção de alguns sectores (como a tecnologia), não se desviaram muito do consenso dos analistas. A exceção foi a China: Os índices bolsistas de referência em Xangai e Hong Kong registaram perdas significativas em outubro, na sequência do endurecimento do discurso autoritário no 20º Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês e da deterioração da situação sanitária.

A bolha de gás deflaciona, embora com oscilações. O clima favorável no hemisfério norte, com inventários crescentes de gás natural na Europa (até 95% das reservas totais), bem como o aumento do fornecimento de gás natural liquefeito dos EUA favoreceram uma queda dos preços do gás natural europeu (o TTF holandês) para mínimos de quatro meses no final de outubro, uma tendência que, no entanto, foi moderadamente invertida no início de novembro. Neste sentido, também contribuíram para a correção a implementação de medidas de poupança de consumo na maior parte dos países da UE e os progressos nas negociações sobre o estabelecimento de um limite no preço do gás. Pelo contrário, o preço barril de Brent, embora ainda muito volátil, terminou em outubro com ganhos de cerca de 10%. Para além da descida da taxa de câmbio do dólar, a possível flexibilização da política de COVID zero da China melhorou as perspetivas sobre a futura procura de crude, num contexto de cortes de produção por parte dos países produtores no período que antecedeu a entrada em vigor do embargo da UE ao crude russo a partir de dezembro.

Futuros da taxa de juro de referência da Reserva Federal

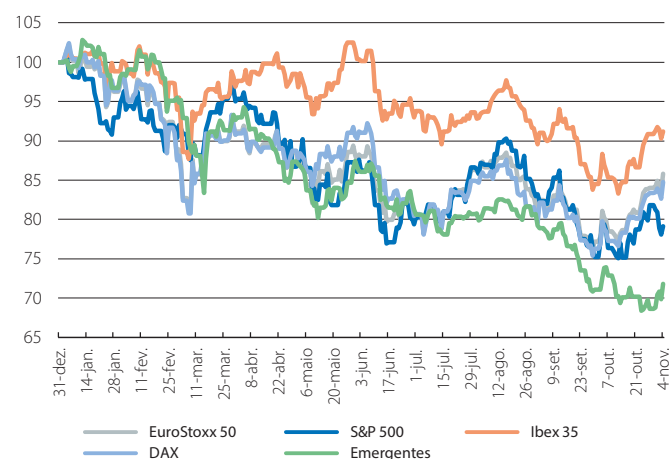


Nota: Dados a 4 de novembro.

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

Principais índices bolsistas

(100 = 31 de dezembro de 2021)



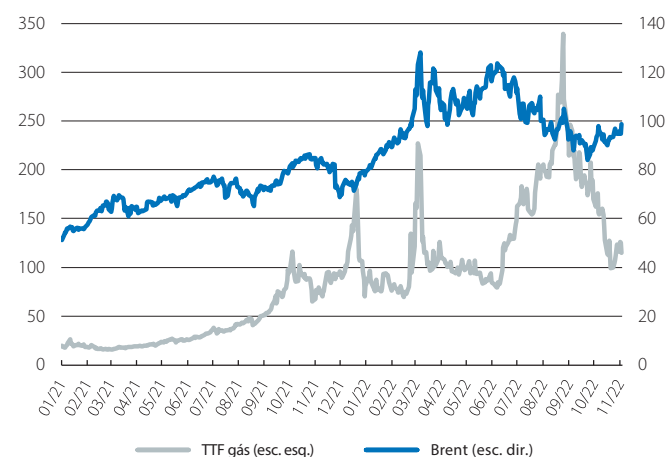
Nota: Dados a 4 de novembro.

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

Preços do gás e do petróleo

(Euros por MWh)

(Dólares por barril)



Nota: Dados a 4 de novembro.

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

Tumulto no Reino Unido, alerta à tripulação

Uma consequência inevitável do processo de normalização e endurecimento da política monetária é que, após anos de moderação e anestesia pelo pacote de estímulos dos bancos centrais, os mercados recuperam parte do seu poder de escrutinar e, assim, de disciplinar a conceção e a execução da política económica, tanto no âmbito monetário como, principalmente, a nível fiscal.

Não é de estranhar que, num contexto de elevada volatilidade e pouca visibilidade sobre o cenário económico, qualquer anúncio que ponha em causa a sustentabilidade das finanças públicas ou aumente a probabilidade de incumprimento seja penalizado pelos “observadores dos mercados” com fortes perdas nos ativos de referência envolvidos, um risco que, no extremo, pode ameaçar a estabilidade do sistema financeiro.

Por isso, encontramos-nos num momento de extrema fragilidade, em que mais do que nunca parece crucial evitar a descoordenação entre a política fiscal e a política monetária e desta forma minimizar o risco de episódios de pânico financeiro. O facto de o incidente mais recente deste tipo ter acontecido no Reino Unido, um país com mercados profundamente líquidos e cuja moeda serve ainda de referência internacional é, sem dúvida, um alerta à tripulação de que a maré está alta e o céu nebuloso.

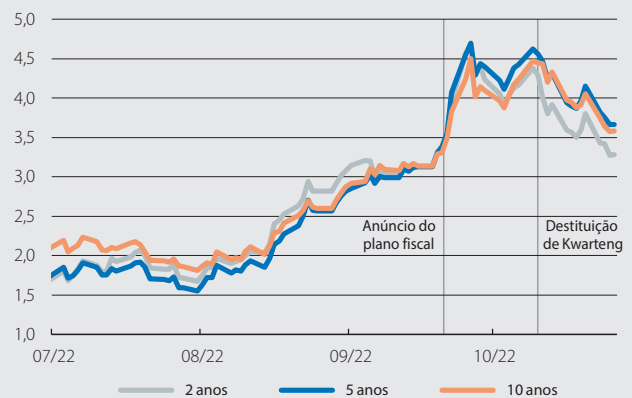
Reino Unido e o seu efémero estímulo fiscal

O plano de arranque da (já destituída) primeira-ministra Liz Truss visava enfrentar a crise provocada pelo aumento dos custos energéticos através da aprovação da maior redução fiscal da sua história: 146.000 milhões de libras até 2027. Isto seria conseguido, principalmente, através da anulação do já anunciado aumento do imposto sobre as sociedades para 25% (atualmente em 19%, muito abaixo da média de 23,5% da OCDE) e com uma redução da taxa aplicada em alguns escalões do imposto sobre o rendimento. Estava também proposta a anulação do aumento das contribuições para a segurança social adotado pelo Executivo de Boris Johnson. Por outro lado, o Plano previa medidas específicas adicionais para mitigar o impacto do aumento da fatura energética: o *Energy Bill Relief*, até março de 2023, e o *Energy Price Guarantee*, até 2024.¹

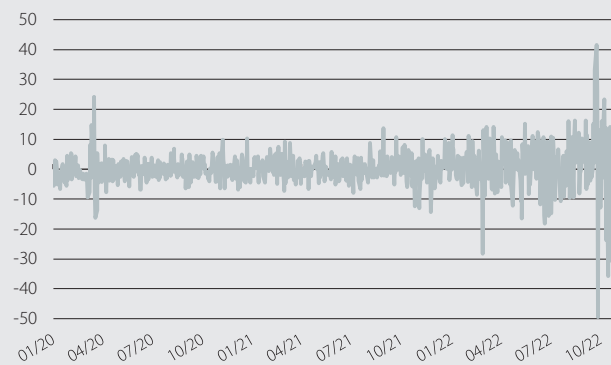
Em suma, a estratégia fiscal visava aumentar a tendência de crescimento da economia do Reino Unido para 2,5%, um valor acima dos 1,5% dos últimos anos. Porém, o seu calcanhar de Aquiles foi o facto de não especificar medidas compensatórias para contrariar uma possível deterioração das métricas fiscais. De facto, o Instituto de Estudos Fiscais do Reino Unido advertiu que o rácio da dívida face

1. A fatura de energia das famílias seria limitada a 2.500 libras por ano até 2024, o que poderia ter um custo por volta dos 100.000 milhões durante os próximos dois anos.

Reino Unido: taxas de juros da dívida pública (%)



Reino Unido: variação interdiária na rentabilidade das obrigações soberanas (p. b.)



ao PIB aumentaria de forma preocupante e poderia mesmo ultrapassar 94% do PIB em 2027, face aos 84% de 2021.² Além disso, as medidas específicas para enfrentar o aumento dos preços da energia elevariam o défice público acima de 9,0% do PIB no ano fiscal de 2022-2023 (em comparação com os 4,0% estimados, em abril, pelo Gabinete do Orçamento do Reino Unido).

As dúvidas sobre o compromisso do executivo de Truss com a estabilidade das finanças públicas e os receios de que a inflação pudesse disparar provocaram uma reação muito adversa e intensa por parte dos mercados financeiros: a libra esterlina caiu para o seu nível mais baixo face ao dólar desde os anos 80, enquanto os títulos de dívida registaram quedas tão acentuadas no preço que chegaram a surgir receios quanto à estabilidade dos fundos de

2. Veja-se (2022). «Reversing NICs and corporation tax rises would leave debt on an unsustainable path». The Institute for Fiscal Studies, setembro.

ensões privados, que se viram forçados a cobrir margens para suportar as suas carteiras de ativos (ver o primeiro e o segundo gráfico). Neste contexto, o Banco de Inglaterra viu-se forçado a intervir com um programa de compra de dívida pública sem limite de valor, mas que terminou a 14 de outubro, o que não dissipou os receios relativos à estabilidade dos mercados de dívida a médio prazo.

A pressão insuportável dos mercados, associada às críticas ao plano por parte de agências como o FMI, obrigaram a uma mudança de rumo: Kwasi Kwarteng, o ministro das finanças responsável pelo plano, foi demitido em meados de outubro e o seu substituto, Jeremy Hunt, apresentou uma proposta que implicou a retirada de 113.000 milhões de libras face aos 146.000 milhões originalmente anunciados.

Esta mudança no rumo ajudou a acalmar os mercados e permitiu ao banco central retomar a sua estratégia de normalização da política monetária. Porém, os danos na reputação já eram uma realidade e a própria Liz Truss viu-se forçada a demitir-se, tornando-a na chefe de governo com o mandato mais curto da história britânica. O seu substituto recém-eleito, Rishi Sunak, decidiu manter Jeremy Hunt como ministro das finanças e aprovou a estratégia de maior contenção fiscal, embora subsistam dúvidas quanto à dimensão do fosso fiscal face à deterioração das perspetivas económicas e ao aumento dos custos de financiamento.

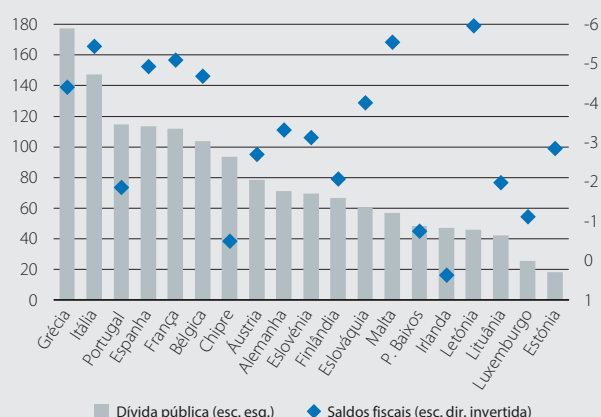
Europa, o elo mais fraco entre os avançados

Deixando de lado os mercados emergentes, nas economias avançadas, os riscos de turbulência financeira ao “estilo britânico” são tendencialmente mais elevados nos países com maior necessidade de financiamento externo (o que se reflete em défices da conta-corrente), uma posição fiscal mais débil (ver terceiro gráfico) e com perspetivas de crescimento económico menos favoráveis.

Destacam-se entre estes, a vulnerabilidade de alguns países europeus que enfrentam a crise energética com um forte aumento da inflação, contas públicas bastante deterioradas na sequência da pandemia e uma conjuntura económica particularmente débil no contexto da recessão económica mundial.

Desde outubro do ano passado que os governos têm vindo a implementar diferentes medidas para proteger as famílias e as empresas que, até à data, calculamos que representem em média quase 5,0% do PIB da Zona Euro, muito embora com divergências significativas por país. Apesar disso, a deterioração da situação desde o verão tem vindo a pressionar a adoção de medidas adicionais que se forem implementadas de forma indiscriminada poderão ser contraproducentes. Não é descabido pensar que medidas fiscais excessivamente expansionistas poderiam aumentar as pressões inflacionistas, o que provavelmente forçaria o BCE a aprovar aumentos de

Zona Euro: dívida pública e saldo fiscal em 2022
(% do PIB)



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

taxas mais agressivas, resultando em custos de financiamento mais elevados e num abrandamento mais intenso na economia.

Neste sentido, e de acordo com o publicado pelo Monitor Fiscal do FMI, as políticas fiscais que forem adotadas para aliviar a atual crise devem ser concebidas de modo a interferir o menos possível com o objetivo dos bancos centrais, tendo ao mesmo tempo em conta as vulnerabilidades decorrentes das elevadas dívidas públicas. Mais ainda, devem ser implementadas medidas consensuais entre todos os países para impedir que aqueles com maior margem de manobra fiscal possam adotar medidas mais abrangentes.³

Entre os países do euro, a Itália continua no radar dos investidores, pois está em pleno processo de formação de um governo após a contundente vitória da coligação de direita liderada pelo partido de Giorgia Meloni. O novo governo herda uma situação económica bastante complexa: Itália é, junto com a Alemanha, uma das mais afetadas pelo corte de gás russo. O país parece encaminhar-se para uma recessão depois de mais de uma década de reduzido crescimento económico.

Neste sentido, a administração Meloni enfrenta o desafio de implementar medidas que aliviem a crescente agitação social, mas que, simultaneamente, assegurem a estabilidade das contas fiscais de modo a que a dívida pública, que em 2021 correspondia a 150% do PIB, trace nos próximos anos uma trajetória descendente. Deve também manter-se a par da agenda de reformas acordada pela UE a fim de continuar a receber fundos comunitários e, implicitamente, a proteção do BCE através do seu instrumento anti-fragmentação, TPI, se necessário. *Buona fortuna, Giorgia!*

3. A Alemanha está a trabalhar num plano de emergência por 200.000 milhões de euros (mais de 5,0% do PIB) que suscita receios entre os seus parceiros europeus, já que, na ausência de uma ferramenta fiscal comum, o plano aumenta o risco de fragmentação no bloco.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,00	1,25	75	200,0	200,0
Euribor 3 meses	1,70	1,17	53	227,6	227,7
Euribor 12 meses	2,63	2,56	7	313,1	311,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,08	1,71	37	271,7	276,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,94	1,76	18	255,6	259,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,14	2,11	3	231,9	231,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,23	3,29	-6	266,0	270,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,15	3,18	-3	268,3	272,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	3,25	3,25	0	300,0	300,0
Libor 3 meses	4,46	3,75	71	425,1	432,1
Libor 12 meses	5,45	4,78	67	486,5	509,1
Dívida pública a 1 ano	4,60	3,93	67	422,6	444,7
Dívida pública a 2 anos	4,48	4,28	20	375,0	401,7
Dívida pública a 10 anos	4,05	3,83	22	253,8	244,4

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	114	135	-22	65,7	63,1
Itraxx Financeiro Sénior	123	148	-25	68,4	65,8
Itraxx Financeiro Subordinado	220	272	-51	112,1	110,1

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	0,988	0,980	0,8	-13,1	-14,9
EUR/JPY (ienes por euro)	146,970	141,880	3,6	12,3	11,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,878	-1,8	2,5	1,6
USD/JPY (ienes por dólar)	148,710	144,740	2,7	29,2	30,4

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	549,6	559,5	-1,8	-5,0	-3,3
Brent (\$/barril)	94,8	88,0	7,8	21,9	15,7
Ouro (\$/onça)	1.633,6	1.660,6	-1,6	-10,7	-7,7

Mercado Acionista

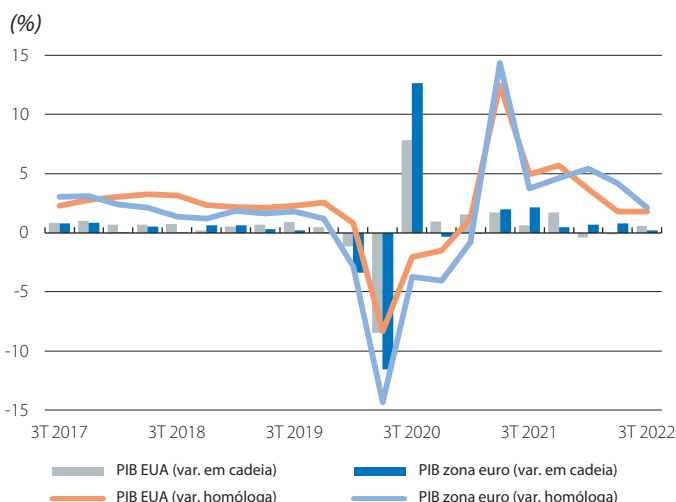
	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.872,0	3.585,6	8,0	-18,8	-16,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.617,5	3.318,2	9,0	-15,8	-16,1
Ibex 35 (Espanha)	7.956,5	7.366,8	8,0	-8,7	-11,9
PSI 20 (Portugal)	5.718,3	5.302,8	7,8	2,7	0,5
Nikkei 225 (Japão)	27.587,5	25.937,2	6,4	-4,2	-6,5
MSCI emergentes	848,2	875,8	-3,2	-31,2	-32,8

Onde está o olho do furacão?

A pegada da política monetária e a crise energética começam a fazer-se sentir nas economias avançadas. O crescimento do PIB da Zona Euro no 3T 2022 foi melhor do que o esperado, mas a probabilidade de contratempos nos próximos meses é significativa. Assim, o PIB cresceu 0,2% em termos trimestrais (vs. 0,8% no 2T), o que corresponde a um aumento anual de 2,1%. As surpresas mais positivas vieram da economia alemã, que conseguiu evitar uma contração com um aumento de 0,3% trimestrais, e de Itália, que registou um crescimento de 0,5% trimestrais. Esta resistência de algumas das maiores economias da Zona Euro pode ser explicada pela boa época de verão no setor dos serviços. No entanto, embora a repartição por componentes ainda não esteja disponível, a evolução dos principais indicadores de atividade aponta para um padrão de «mais para menos» ao longo do trimestre. Nos EUA, o PIB cresceu 1,8% em termos homólogos, mais 0,6% do que no trimestre anterior, após dois declínios consecutivos no 1T e 2T (-0,4% e -0,1% em termos trimestrais, respetivamente). Embora os dados também tenham sido positivos, se analisados por componente, destaca-se o abrandamento do consumo privado e a queda no investimento imobiliário, dois sinais claros de enfraquecimento da procura interna, no decorrer do ciclo mais forte de contração monetária por parte da Fed em mais de 40 anos, que acumula um total de 375 p. b. de subidas nas taxas de juro desde março. (Ver Conjuntura de Mercados).

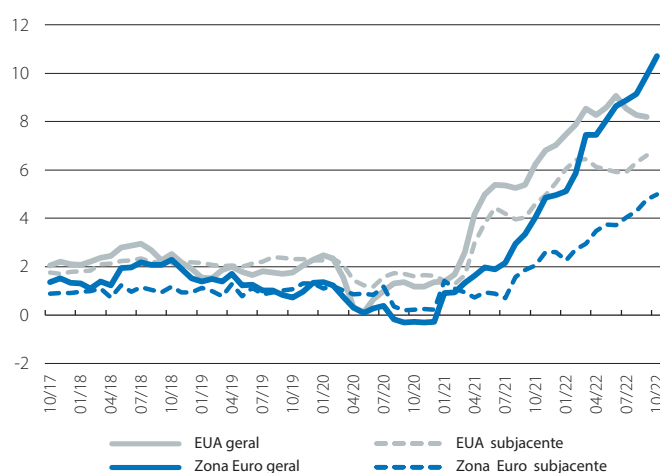
A atividade abranda «significativamente» no outono, a inflação nem tanto. Os primeiros indicadores de atividade apontam para uma clara deterioração da situação económica a partir de setembro. Na Zona Euro, onde o BCE já aumentou as taxas de juro em 200 p. b. desde julho, com duas subidas consecutivas de 75 p. b. em setembro e outubro, o índice empresarial composto PMI manteve a sua tendência descendente, situando-se em 47,3 pontos (vs. 48,1 em setembro), o seu nível mais baixo em quase dois anos, consistente com uma perda de dinamismo progressiva desde o segundo trimestre. Nas palavras da presidente do BCE, Christine Lagarde, a atividade económica está a abrandar «significativamente», uma contração que pode intensificar-se devido à perda do poder de compra das famílias e à deterioração da confiança. Nos EUA, o PMI composto caiu novamente para 48,2 em outubro, após uma breve melhoria em setembro (49,5 pontos vs. 44,6 em agosto). Embora no caso dos EUA os índices do ISM ainda estivessem em território de expansão (acima dos 50 pontos), a verdade é que também tem vindo a deteriorar-se. Entretanto, a inflação continua a não mostrar sinais de abrandamento. Na Zona Euro, voltou a subir, até 10,7% em outubro (vs. 9,9% em setembro), impulsionada por aumentos nos preços dos alimentos, energia e bens industriais. O valor da inflação de setembro também surpreendeu em alta nos EUA com um forte aumento mensal na componente subjacente, que se situou em 6,6% em termos homólogos anuais (8,2% a geral). Em conjunto, com o mercado de trabalho de ambos os lados do Atlântico ainda a revelar-se forte e a inércia de algumas destas componentes de preços, estes dados podem deixar prever um período mais longo de preços elevados e condições monetárias restritivas.

EUA e Zona Euro: PIB



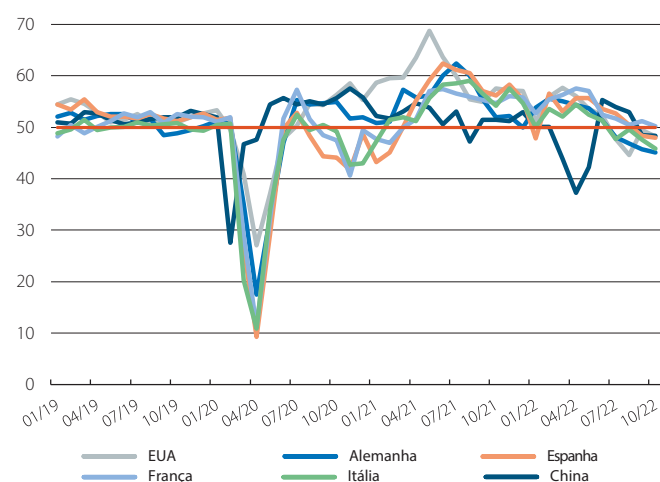
EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)



Global: PMI compostos

Nível



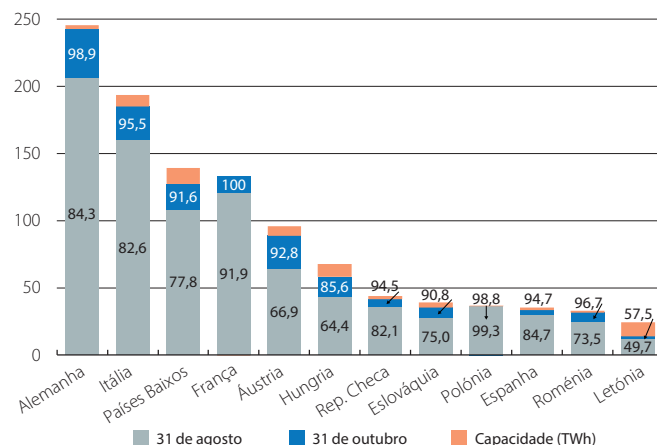
O mercado energético europeu permanece calmo enquanto a meteorologia e as reservas o permitem. O preço médio dos futuros de gás para 2023 caiu 18% em outubro (155 euros/MWh face a 189 euros/MWh em setembro) no TTF holandês, o mercado que funciona como a principal referência para o mercado europeu. Apesar de se situar num nível sete vezes superior à média histórica, a descida de preços deveu-se principalmente ao elevado nível de reservas, 95% no final de outubro, em comparação com 80% no final de agosto. Neste contexto, as notícias de navios-tanque de GNL à espera de descarregar gás natural liquefeito nos principais portos europeus têm-se acumulado nas últimas semanas. No entanto, esta situação de flexibilização de preços e de excesso de oferta pode ser temporária. Duas variáveis-chave a monitorizar são as poupanças de consumo alcançadas pelos países da UE e o nível de reservas. Sem fim à vista para a guerra na Ucrânia, o inverno de 2023-2024 também estará em jogo nos próximos meses.

Riscos macrofinanceiros, políticas fiscais e mercado imobiliário. Num período mais longo e mais intenso do que o esperado, de abrandamento da economia global e de restrições nas políticas monetárias, será particularmente relevante monitorizar os planos fiscais e o mercado da habitação. Na Zona euro, os preços do setor imobiliário recuperaram 20% em relação ao nível pré-pandémico (4T 2019), com ganhos próximos ou superiores a 30% em muitos países. Nos EUA o aumento situou-se próximo dos 40% (ver «EUA desaceleração controlada ou aterragem forçada do mercado imobiliário?» no mesmo relatório), enquanto a China continua a enfrentar uma grave crise imobiliária e está entre as economias do G20 na qual os preços do setor imobiliário têm crescido menos no período. Outra fonte de riscos macrofinanceiros será a política fiscal, tanto nas economias emergentes como nas economias avançadas. Como a recente turbulência do mercado e a crise política no Reino Unido demonstraram, haverá tolerância zero para planos fiscais com debilidade (ver Focus «Tumulto no Reino Unido, aviso à navegação» neste mesmo relatório). Os orçamentos dos países com governos recém-eleitos estarão sob intenso escrutínio: em particular a presidente Giorgia Meloni e o presidente Lula da Silva.

Na China, irá a prosperidade a curto prazo repercutir-se a longo prazo? O PIB chinês surpreendeu em alta no 3T 2022 e cresceu 3,9% em relação ao 2T (3,9% também em termos homólogos anuais), mais do que recuperando da queda do 2T. Mas a força da recuperação parece ter diminuído no outono. Os dados já disponíveis para outubro apontam para uma deterioração acentuada no setor dos serviços, na sequência de um pico nos casos e novos confinamentos no país, bem como um abrandamento das exportações. A debilidade da economia chinesa poderá intensificar-se nos próximos meses, refletindo as paragens e arranques intermitentes impostos pela política de COVID Zero e o abrandamento da procura global. A médio prazo, as principais mensagens do 20.º Congresso do Partido Comunista da China têm sido claras: a segurança e a autossuficiência serão prioridades indiscutíveis. Resta saber como as novas chaves políticas se irão traduzir no desenvolvimento do mercado interno e da política externa.

Europa: reservas de gás

Nível de armazenamento (TWh % da capacidade total)

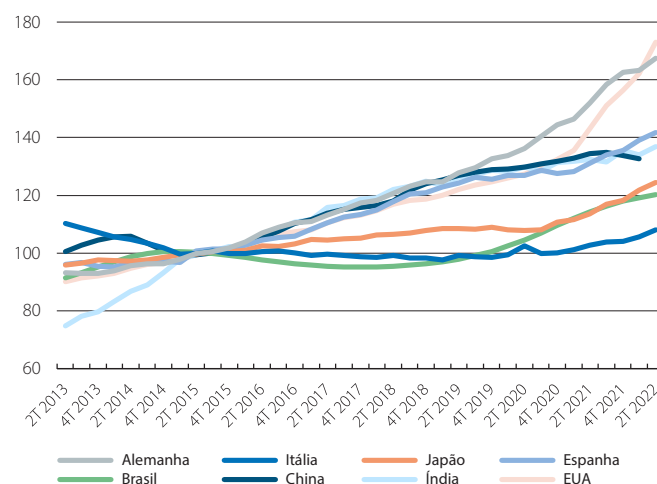


Nota: Reservas de gás a 31 de outubro. No gráfico são acrescentadas as percentagens a que correspondem os níveis de armazenamento em cada momento, em relação à capacidade total de cada país.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Gas Infrastructure Europe.

Global: preços da habitação

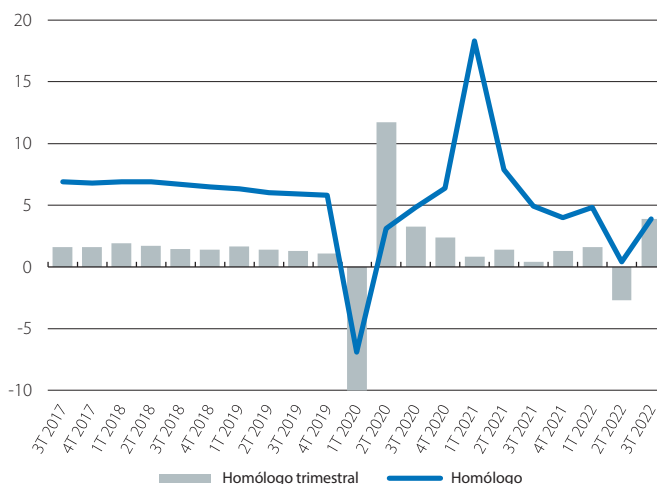
Índice (100 = 2015)



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

China: PIB

Variação (%)



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

EUA: abrandamento controlado ou aterragem forçada do mercado imobiliário?

O agravamento da política monetária da Reserva Federal para combater a inflação parece estar já a ter um impacto negativo no setor da habitação do país. Trata-se de um fenómeno que não nos deveria surpreender. Com efeito, a intenção da Reserva Federal é precisamente controlar a inflação através do abrandamento da procura. Esta última é amplamente alcançada através do canal imobiliário: o aumento das taxas leva a uma redução da procura de habitação, o que se traduz numa menor atividade de construção, o que, por sua vez, reduz a procura de outros bens e serviços de forma indireta. A pergunta pertinente aqui é: vamos assistir a um abrandamento controlado ou estaremos a falar de uma aterragem forçada?

Contexto recente: subida de preços e abrandamento à vista

Desde o início da pandemia temos vindo a assistir a uma escalada no preço da habitação nos EUA. Especificamente, entre fevereiro de 2020 e agosto de 2022 o aumento superou os 40%, o que pressupõe um crescimento médio anual de 15% em termos nominais. Trata-se de uma taxa de crescimento muito elevada, que é superior à dos anos anteriores à crise financeira global (CFG), cerca de 10% (ver primeiro gráfico).¹

Com o aumento das taxas de juro, no entanto, alguns indicadores de setor já começaram a abrandar. É o caso das compras e vendas, onde nos meses de verão já se observaram descidas anuais de dois dígitos em termos homólogos (ver o segundo gráfico). O ritmo de construção de habitações também abrandou nos últimos meses (também com quedas anuais homólogas). No final de outubro, a taxa de juro de uma hipoteca de taxa fixa a 30 anos aproximava-se dos 7%, um nível que não era atingido desde meados de 2006, antes da eclosão da CFG (ver o terceiro gráfico).

De um modo mais geral, o investimento imobiliário real diminuiu mais de 10% desde início do ano. As pressões em baixa no setor imobiliário continuarão nos próximos trimestres e influenciarão a atividade económica, ao mesmo tempo que deverão ajudar a reduzir as pressões inflacionistas.

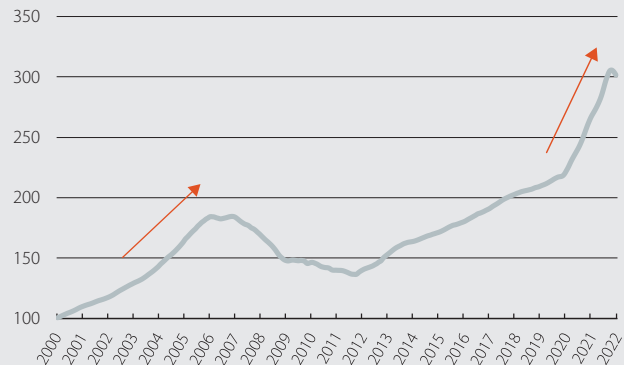
Desequilíbrios e nuances

O forte aumento dos preços da habitação nos últimos anos traduziu-se numa clara deterioração em muitos índices de acessibilidade à habitação. Ao analisarmos a evolu-

1. Entre janeiro de 2000 e junho de 2006. Índice de preços Case-Shiller nacional. Resultados semelhantes utilizando o índice Case-Shiller de 20 cidades. Efetivamente (utilizando o índice de preços da habitação da Fed de Dallas), o aumento médio anual ao longo dos últimos dois anos e meio foi de quase 9%, face a pouco mais de 5% antes da CFG.

EUA: preço da habitação *

Índice (100 = janeiro 2000)



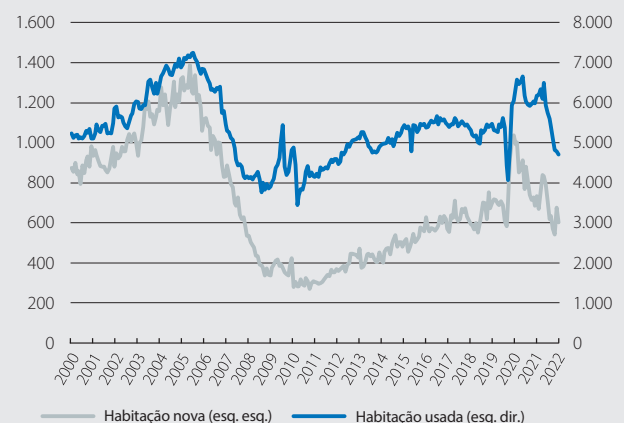
Nota: * Índice Case-Shiller nacional. É um índice ponderado de vendas repetidas, o que significa que corrige pela qualidade das habitações vendidas.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da S&P Case-Shiller, via Refinitiv.

EUA: compras e vendas de habitação

(Milhares de habitações)

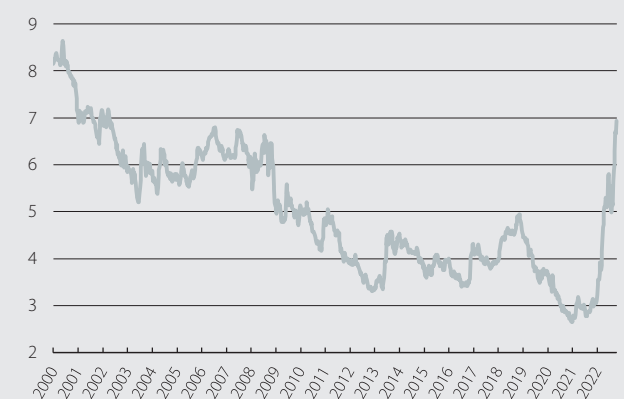
(Milhares de habitações)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da National Association of Realtors.

EUA: hipoteca de taxa fixa a 30 anos

(%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), via Refinitiv.

ção do rácio entre os preços das casas e o rendimento dos agregados familiares (uma medida simples e comum para captar a capacidade das famílias de comprar uma casa), verificamos que este rácio não só é mais elevado do que a média histórica desde janeiro de 2000, como se encontra agora a níveis superiores aos atingidos imediatamente antes da CFG (ver o quarto gráfico). No mesmo sentido, os vários modelos desenvolvidos pela Fed de Dallas, que avaliam os possíveis desequilíbrios nos preços do mercado imobiliário em vários países, também colocam o mercado dos EUA em níveis de sobreaquecimento.²

Contudo, alguns elementos são claramente diferentes dos que ocorreram durante a CFG e qualificam o risco de retroalimentação financeira vivido nessa altura. Deste modo, por exemplo, muitos dos proprietários de casas com hipoteca não serão afetados pelo recente aumento das taxas, uma vez que a maioria dos compradores adquiriram as suas casas a taxas fixas, e nos últimos anos estas taxas têm estado a níveis muito baixos.³

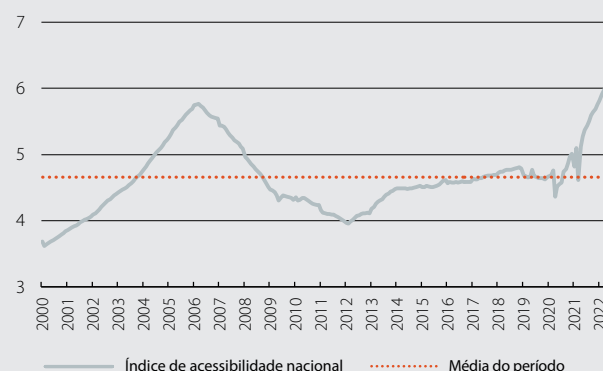
Em segundo lugar, as condições das hipotecas têm sido mais exigentes do que no passado, reduzindo assim estes riscos financeiros. Medidas como o *Mortgage Credit Availability Index*, que capta a evolução dos padrões de empréstimo hipotecário, encontra-se em níveis indicativos de condições favoráveis de empréstimo hipotecário.⁴ De igual modo, o *Housing Credit Availability Index*, que mede a percentagem de casas com hipoteca que poderiam entrar em incumprimento, também se encontra a um nível muito baixo.

Por último, uma posição financeira mais saudável das famílias do que em 2007, com um rácio da dívida de cerca de 75% do PIB em meados de 2022, em linha com os níveis de 2001 e distante dos máximos atingidos em 2007-2008 (perto de 100% do PIB), também acrescenta uma importante nuance ao desequilíbrio verificado ao nível dos preços. Por outro lado, o baixo nível de desemprego, de 3,5% em setembro (um mínimo de 50 anos, atingido pouco antes da eclosão da pandemia), é um elemento extra de força para a situação financeira das famílias.

Dando continuidade à análise dos diferentes desequilíbrios que podem afetar o mercado imobiliário, vale a pena referir a escassez da oferta de habitação no país. A título ilustrativo, o número de habitações unifamiliares disponíveis para venda situa-se em mínimos dos últimos 40 anos.⁵ Trata-se de uma situação de escassez que vai além dos atrasos na construção face aos recentes problemas de

EUA: índice de acessibilidade nacional

Preço sobre investimentos *



Nota: * Com base no rendimento médio do agregado familiar e nos preços das habitações, medido pelo Case-Shiller nacional.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do American Community Survey e da National Association of Realtors, via Refinitiv.

fornecimento global, e que se deve também em parte a políticas rigorosas de ordenamento territorial nos EUA, que favorecem a construção de habitações unifamiliares face a construções com mais inquilinos e que permitiriam esta maior oferta.

Por conseguinte, embora os aumentos dos preços das habitações abrandem nos próximos trimestres (e possivelmente diminuam), este ajustamento será menos acentuado do que se poderia esperar no seguimento das subidas rápidas e contundentes das taxas de juro da Fed.

2. Fed de Dallas, International House Price Database: <https://www.dallasfed.org/institute/houseprice>.

3. Ver Kish, R. J. (2022). «The Dominance of the US 30-Year Fixed Rate Residential Mortgage». *Journal of Real Estate Practice and Education*, 24 (1), 1-16.

4. Índice elaborado pela Mortgage Banker Association.

5. Segundo dados da National Realtor Association: Total inventory single family, que tem série histórica desde 1982.

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Atividade									
PIB real	-3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,8	—	—	—
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	17,5	16,2	11,2	7,9	8,2	8,0	7,5	...
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	103,6	107,8	102,5
Produção industrial	-7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,4	3,9	5,3	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	52,8	50,9	50,2
Habitacões iniciadas (milhares)	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.461	1.566	1.439	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	267	283	299	314	...	310	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	3,5	3,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	59,2	59,9	60,0	60,1	60,1	60,1	60,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,6	-3,6	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	6,7	8,0	8,6	8,3	8,3	8,2	...
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,3	6,6	...

JAPÃO

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Atividade									
PIB real	-4,6	1,7	0,5	0,6	1,6	...	—	—	—
Confiança do consumidor (valor)	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	32,5	30,8	29,9
Produção industrial	-10,6	5,6	1,1	-0,6	-3,6	4,0	4,2	9,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	18,0	14,0	9,0	8,0	—	—	—
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	-0,3	-1,0	-2,0	-4,1	-3,6	-3,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,0	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	1,5	1,6	1,8	...

CHINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Atividade									
PIB real	2,2	8,1	4,0	4,8	0,4	3,9	—	—	—
Vendas a retalho	-2,9	12,4	3,5	1,6	-4,9	3,5	5,4	2,5	...
Produção industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	4,2	6,3	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	49,4	50,1	49,2
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	680	680	728	822	903	887	903	903
Exportações	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	7,0	5,6	-0,6
Importações	-0,6	30,1	23,7	10,5	1,6	0,9	0,3	0,3	-0,7
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,5	2,8	...
Taxa de juro de referência ³	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,4	6,3	6,6	6,9	6,8	7,0	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Vendas a retalho (variação homóloga)	-0,8	5,5	4,2	5,1	0,7	...	-2,0	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-7,6	9,0	0,3	-0,2	0,4	...	2,5	...	...
Confiança do consumidor	-14,2	-7,4	-7,5	-13,7	-22,4	-26,9	-25,0	-28,8	-27,6
Sentimento económico	88,3	110,8	116,0	111,2	104,0	96,5	97,3	93,6	92,5
PMI indústrias	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	49,6	48,4	46,4
PMI serviços	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	49,8	48,8	48,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	-1,5	1,4	2,4	3,1	2,7	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,0	7,7	7,1	6,8	6,7	...	6,7	6,6	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,7	3,6	3,3	3,1	3,0	...	3,0	3,0	...
França (% pop. ativa)	8,0	7,9	7,5	7,3	7,6	...	7,3	7,1	...
Itália (% pop. ativa)	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,9	...
PIB real (variação homóloga)	-6,3	5,5	4,8	5,5	4,3	2,1	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-4,1	2,8	1,2	3,5	1,7	1,1	-	-	-
França (variação homóloga)	-7,9	7,2	5,1	4,7	4,2	1,0	-	-	-
Itália (variação homóloga)	-9,1	7,0	6,5	6,4	4,9	2,6	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Inflação geral	0,3	2,6	4,6	6,1	8,0	9,3	9,1	9,9	10,7
Inflação subjacente	0,7	1,5	2,4	2,7	3,7	4,4	4,3	4,8	5,0

Setor externo

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Balança corrente	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	...	-0,1	...	...
Alemanha	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	...	4,5	...	...
França	-1,8	0,4	0,4	0,1	-0,5	...	-1,0	...	...
Itália	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	...	-0,1	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	93,8	94,2	92,7	92,5	90,1	88,9	88,5	89,2	90,8

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	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,3	3,5	3,3	4,4	6,1	8,4	8,8	8,9	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,2	3,8	4,1	4,4	4,6	4,5	4,5	4,4	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,8	1,6	2,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	2,1	2,1	2,3	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,9	12,6	10,5	9,1	7,7	6,3	6,8	5,5	...
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	-1,5	-0,3	0,9	5,3	4,6	8,1	...
Instrumentos negociáveis	8,1	11,4	9,2	-0,2	1,3	3,9	2,8	8,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6	...

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

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

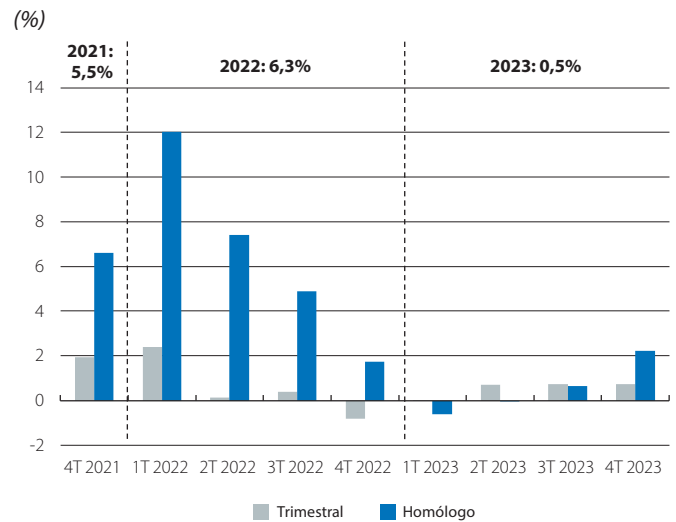
Economia portuguesa resiste a aumento dos juros e escalada da inflação

PIB surpreende favoravelmente e avança 0,4% em cadeia e 4,9% homólogo no 3T 2022, mas os indicadores mais recentes sugerem que no 4T a economia poderá recuar. Efetivamente, os indicadores de atividade mais recentes disponíveis relacionam-se essencialmente com o consumo – cerca de 65% do PIB – e sugerem menor dinamismo. Por exemplo, as vendas de carros e os pagamentos e levantamentos em multibanco diminuíram em setembro. Já em outubro, a confiança dos consumidores caiu para um nível próximo do registado na pior fase da pandemia, revelando piores perspetivas quanto à evolução da inflação e do emprego. A publicação dos indicadores relativos à produção é mais desfasada, mas os indicadores de confiança nos vários setores mostram um enfraquecimento do sentimento em outubro e perspetivas menos positivas para a atividade nos próximos meses. A incorporação destas informações nas nossas previsões, leva-nos a esperar uma contração em cadeia do PIB no 4T 2022, mas não põe em causa a nossa previsão de um crescimento de 6,3% em 2022 nem altera o enviesamento ascendente dos riscos para o crescimento em 2022. O busílis estará em 2023, ano em que se espera um forte arrefecimento, refletindo os impactos negativos de taxas de juro e de inflação mais elevadas.

Inflação supera a barreira dos 10% em outubro. Os dados da estimativa rápida do IPC apontam para uma taxa homóloga de 10,2%, com uma forte subida em cadeia (+1,25%). Os produtos alimentares não transformados (+1,7% em cadeia) mas sobretudo o índice dos produtos energéticos (+6,7% em cadeia) continuam a impulsionar a subida de preços. No campo energético boa parte da subida é explicada pela revisão das tarifas e preços do mercado regulado para a eletricidade e para o gás natural, que entraram em vigor em outubro. Não obstante, o atual nível elevado de reservas na Europa fez com que os futuros do Dutch TTF tenham caído abaixo dos 100 eur/MWh pela primeira vez desde junho no passado dia 24 de outubro. No campo alimentar, o índice de preços da FAO continua a evidenciar subidas homólogas, ainda que mais moderadas do que as que se verificavam na primeira metade do ano. Tudo pesado, a nossa previsão para uma inflação média de 7,9% em 2022 continua balanceada, mas com riscos ascendentes.

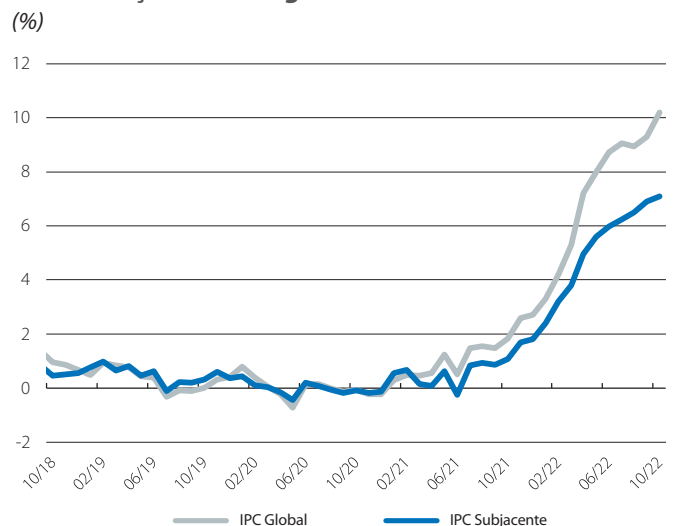
Mercado de trabalho com alguns sinais de alerta. O desemprego registado nos centros de emprego voltou a aumentar em cadeia pelo segundo mês consecutivo em setembro. Mais concretamente, aumentou 1,6% em cadeia, atingindo, nesse mês, os 287.240 indivíduos. O valor continua bastante inferior ao registado antes da pandemia (-4,7%, ou seja, -14.000 desempregados), mas pode sinalizar uma mudança de trajetória no mercado de trabalho, tal como antecipamos que aconteça no último trimestre de 2022. Este aumento é explicado largamente pelo sector da Administração Pública, educação, atividades de saúde & apoio social (+1.887 desempregados). Outro sinal vermelho tem a ver com o fluxo de novos desempregados registados em setembro: mais de 57.600 novos desempregados, um fluxo superior ao registado em setembro de 2019 e 2018, mas

Crescimento do PIB



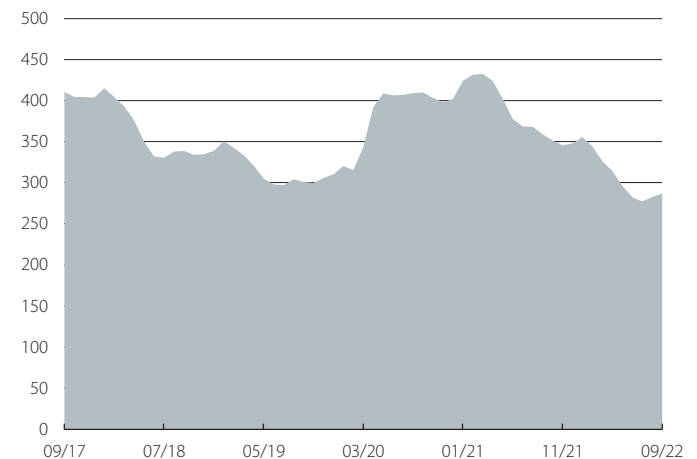
Fonte: Banco BPI Research, a partir de dados do INE.

IPC: variação homóloga



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

Portugal: desemprego registado nos centros emprego* (Milhares de indivíduos)



Nota: * Dados não ajustados de sazonalidade.

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

ainda assim inferior ao registado em 2016 ou 2017. De igual modo, as ofertas de emprego nos centros de emprego caíram em cadeia pelo quarto mês consecutivo, atingindo pouco mais de 19.000 ofertas, um número que, ainda assim, compara de forma positiva com os níveis pré-pandemia (média de 17.000) ou os registados no início deste ano (acima dos 16.400).

O excedente orçamental em setembro duplicou face ao mês anterior. Mais concretamente, o excedente ficou em 3,0% do PIB até setembro (−2,9% no período homólogo e +1,6% em igual período de 2019), um comportamento explicado pelo aumento substancial da receita (15,5% homólogo), face a um aumento residual da despesa (0,3%). A receita fiscal manteve-se como o principal motor desta melhoria considerável, explicando mais de 72% do aumento da receita total. Do lado da despesa, o menor encargo com juros, transferências correntes e de capital contrabalançaram o aumento das despesas com pessoal e aquisição de bens & serviços. Os riscos para este ano parecem equilibrados, esperando-se que o défice fique nos 1,5% no conjunto do ano. Os maiores desafios ocorrerão em 2023, com o abrandamento da economia, aumento dos custos de financiamento, inflação ainda elevada e incerteza geopolítica (ver Focus neste IM).

Nova revisão às previsões para o preço da habitação. De facto, revimos em alta a previsão para a valorização dos imóveis em 2022 (para 11,7%) e em baixa para 2023 (para −1,5%) e 2024 (0,6%). O dado forte do 2T 2022 do IPH juntamente com os do índice de Preços Residenciais da Confidencial Imobiliário continuam a sinalizar uma valorização sólida no 3T. A perspetiva não é tão otimista para o próximo ano: a subida forte das taxas de referência do euro encarece o financiamento e a expectativa dos agentes no que diz respeito a preços e número de transações está perto de entrar em terreno negativo. Já é possível verificar forte desaceleração nos volumes de crédito à habitação contratados. Acreditamos que a erosão do rendimento disponível dos agregados familiares via inflação e o peso crescente dos encargos financeiros vai constranger a procura e isto irá refletir-se nos preços a partir do final deste ano.

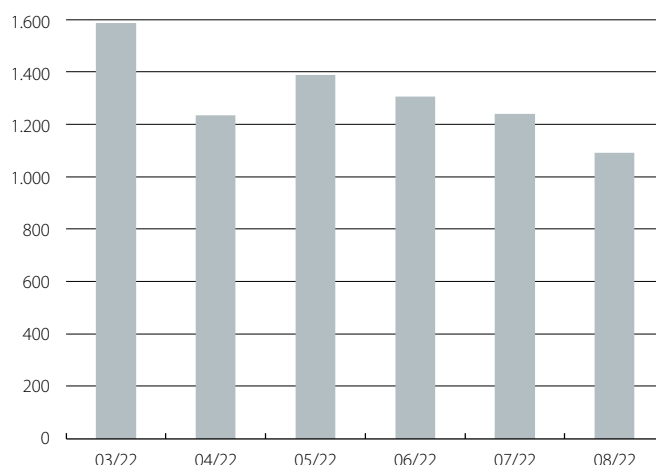
Os bancos antecipam menor procura por crédito por parte das empresas e particulares no 4T. O inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito aponta para uma maior restrição de dos critérios de concessão de crédito, quer para empresas, quer para particulares (neste caso, destacando-se o crédito à habitação), com uma maior perceção dos riscos quanto à situação económica e, no caso das empresas, de alguns sectores em particular. Do lado da procura, os bancos reportaram uma ligeira diminuição no caso das empresas e dos particulares (com destaque para a menor procura por crédito à habitação, despoletada pela menor confiança, perspetivas mais desfavoráveis quanto ao mercado imobiliário e crescente nível das taxas de juro). Para o 4T, os bancos antecipam que os critérios de concessão de crédito se vão tornar mais restritivos para empresas e particulares, num contexto em que esperam uma redução da procura por crédito por parte das empresas (especialmente no caso das grandes empresas e empréstimos mais longos) e nos particulares (principalmente no crédito à habitação). Entretanto, a carteira de crédito à habitação desacelerou para 3,3% homólogo em setembro (face a 3,6% em agosto), enquanto o stock das SNF voltou a cair (−0,2%, face a −0,3% homólogo em agosto).

Execução Orçamental da Adm. Pública (principais rubricas)

Janeiro-setembro (% PIB)	2019	2020	2021	2022	Var. 2022 vs 2019	Var. 2022 vs 2021 (milhões euros)
Receitas	40,8	40,5	40,6	42,6	1,8	10.126
Receita Fiscal	23,9	23,4	22,9	25,0	1,1	7.363
Contribuições Seg. Social	10,2	10,8	10,9	10,8	0,6	1.676
Despesas	39,2	44,1	43,5	39,6	0,4	181
Despesas com pessoal	9,6	10,7	10,5	9,8	0,2	443
Transferências Correntes	17,1	19,8	19,4	17,6	0,5	−187
Aquisição Bens e Serviços	5,5	6,0	5,9	5,8	0,3	733
Juros	3,6	3,5	2,9	2,4	−1,2	−443
Investimento	1,9	2,2	2,6	2,4	0,5	53
Saldo Orçamental	1,6	−3,5	−2,9	3,0	1,4	9.945

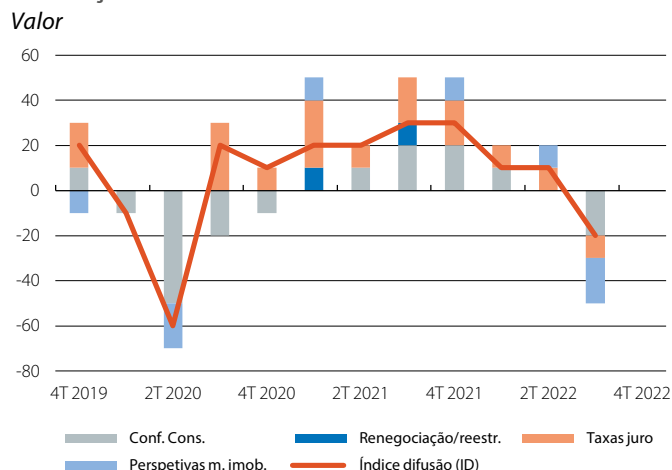
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

Novas operações de Crédito à habitação (Milhões eur)



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

Portugal: índice de difusão - procura crédito habitação *



Nota: * Valores inferiores/superiores a 0 sinalizam redução/aumento da procura.

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

«Habemus Pactum»: acordo de rendimentos e competitividade será linha orientadora até 2026

O Governo acordou com os parceiros sociais¹ um plano para o médio prazo no sentido de melhorar os rendimentos das famílias e a competitividade das empresas. Algumas destas medidas já foram incorporadas na proposta de Orçamento de Estado 2023, apresentada em outubro. Neste artigo vamos explorar, de forma geral, quais as metas que se pretendem atingir com estes objetivos.

No que diz respeito às famílias, os objetivos parecem promissores, uma vez que podem compensar parcialmente os efeitos adversos do aumento dos preços, dos juros e eventual deterioração do mercado de trabalho. Relativamente aos salários, o objetivo é que o seu peso no PIB atinja os 48,3% em 2026, o que representa um aumento de 3 p. p. face a 2019. Para isso, o acordo aponta para um aumento de 20% do rendimento médio por trabalhador entre 2022 e 2026 e o aumento da Remuneração Mínima Mensal Garantida (salário mínimo nacional) para 900 euros no final de 2026.²

O primeiro objetivo pode ser desafiante: se usarmos como referência a evolução histórica da remuneração bruta média mensal base, o cumprimento do acordo obrigaria a aumentos substancialmente superiores aos registados nos últimos anos (ver primeiro gráfico). Relativamente ao salário mínimo nacional, é possível que, com esta medida, o peso das pessoas que recebem uma remuneração equivalente ao salário mínimo no total do emprego continue a aumentar (tal como é possível verificar no segundo gráfico).

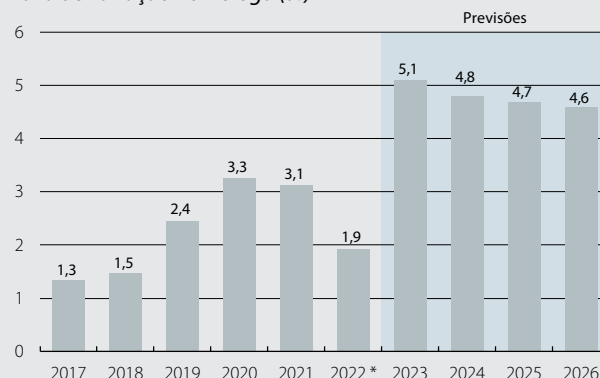
De forma a aumentar a liquidez das famílias, o acordo inclui ainda a atualização dos escalões de IRS em 5,1%, refere intenção de assegurar a neutralidade fiscal da atualização salarial (de maneira a que aumentos salariais não impliquem uma subida de escalão e consequente perda de rendimento) e a maior aproximação entre a retenção na fonte de IRS e o imposto devido (dependendo do grau de aproximação, esta medida pode ser muito relevante na sustentação da procura interna em 2023; de facto, os reembolsos em sede de IRS representaram 2,2% do consumo privado em 2021). Inclui ainda um incentivo para a ingressão dos desempregados de longa duração no mercado de trabalho (com acumulação parcial do subsídio de desemprego e do salário) e o aumento da remuneração das horas extraordinárias (a partir das 100 horas) com a redução para metade da respetiva taxa de retenção na fonte. Finalmente, em caso de despedimento coletivo ou por extinção do posto de trabalho, a compensação passa de 12 para 14 dias.

1. Confederações patronais da Indústria, da Agricultura, do Turismo e do Comércio e Serviços, e a UGT.

2. O acordo estabelece as seguintes intenções para o salário mínimo: 760 euros em 2023, 810 euros em 2024 e 855 euros em 2025.. De recordar que o SMN é de 705 euros em 2022.

Remuneração média mensal base e objetivos inscritos no Acordo

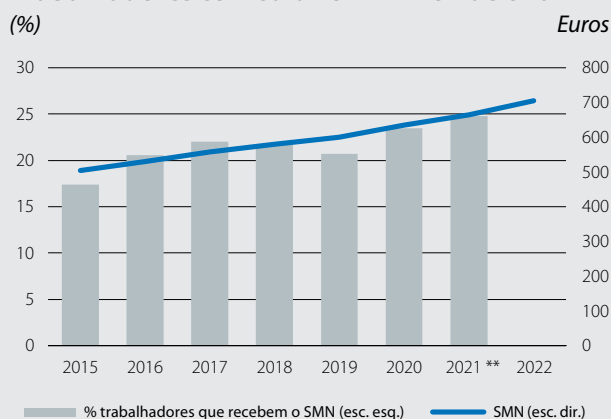
Taxa de variação homóloga (%)



Nota: * Média da remuneração bruta média mensal base registada no 1S 2022.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Acordo de Rendimentos.

Trabalhadores com salário mínimo nacional *



Notas: * Não existe informação para 2022. Inclui apenas trabalhadores por conta de outrem e Membros de órgãos estatutários. ** Informação disponível apenas para 1S21.

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

Do lado das empresas, não é certo qual o impacto que as medidas podem vir a ter, já que, por um lado, haverá aumento de custos com pessoal, mas, por outro lado, haverá medidas de alívio fiscal e intenção de reduzir custos de contexto. Neste sentido, haverá incentivos para promoverem o aumento dos salários dos funcionários, através da majoração em 50% dos custos com os aumentos salariais (incluindo a parte das contribuições sociais) em sede de IRC e que respondam a alguns objetivos, nomeadamente, aposta na contratação coletiva, aumento dos salários em linha com o estabelecido no acordo e na negociação coletiva, e redução da disparidade salarial. Apesar do peso dos salários no PIB estar longe do objetivo do Governo, o certo é que o peso das remunerações pagas no VAB das empresas aumentou desde 2016: no primeiro semestre de 2022, representavam mais de 60% do VAB

(57% em 2016). Por outro lado, importa realçar que também a poupança das empresas não financeiras tem vindo a aumentar (mais de 20% do VAB), o que pode ser uma importante almofada para o incremento dos custos associados ao aumento das remunerações.

Existem ainda medidas que promovem a capitalização das empresas, com a criação de um Regime Fiscal de Incentivo à Capitalização de Empresas (ICE), alargando-se o período durante o qual é possível deduzir os aumentos de capital (de 6 para 10 anos). Haverá ainda redução de IRC para as empresas que invistam em I&D, aumento do limite da matéria coletável para PME's e empresas instaladas no interior do país (de 25.000 para 50.000 euros), assim como para empresas que resultem de fusões (no sentido de promover uma maior dimensão das empresas). Existem ainda outras medidas de alívio/incentivo fiscais diversas, como a redução das tributações autónomas na compra de veículos híbridos *plug-in* e veículos movidos a gás natural, o não agravamento das tributações autónomas no caso de prejuízos fiscais e incentivos para fomentar a formação dos colaboradores.

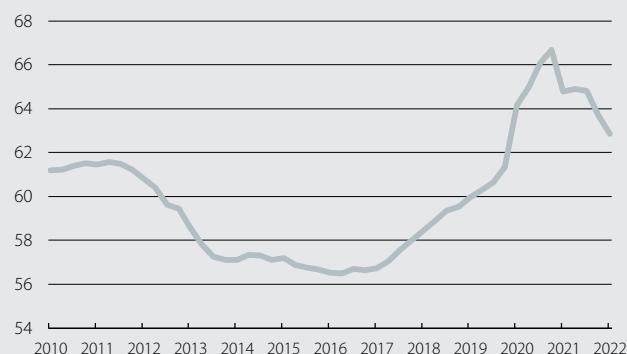
Por fim, o acordo inclui ainda medidas para minimizar os custos de contexto e tornar o ambiente de negócios mais favorável, como a simplificação dos licenciamentos, alterações ao nível do Fundo de Compensação do Trabalho (incluindo o fim das contribuições), o fim da obrigatoriedade de declaração trimestral à Segurança Social para trabalhadores independentes, novas modalidades de pagamento à Segurança Social e a simplificação do licenciamento para produção de energia por vias renováveis.

Este acordo não tem um carácter obrigatório nem rígido: inclui apenas um conjunto de medidas que deve guiar a atuação dos parceiros sociais nos próximos anos e será avaliado aquando a apresentação no Parlamento do Orçamento de Estado em cada ano ou caso as condições económicas e/ou sociais se alterem. A monitorização e acompanhamento ficam a cargo de um grupo de trabalho, constituído por representantes do Governo e dos parceiros sociais, e apoiado pelo Conselho Económico e Social.

Vânia Duarte

Peso das remunerações no VAB das empresas não financeiras

(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Contas Nacionais).

Ano de incerteza aconselha Orçamento de Estado ponderado

Temos vindo a alertar em diversos artigos que o ano de 2023 será desafiante a vários níveis, desde a questão energética, ao ritmo de crescimento dos preços e impacto do aumento dos juros, passando pela forte desaceleração da economia portuguesa. O Governo aponta que o crescimento económico deva desacelerar de 6,5% este ano para 1,3% no próximo, um cenário mais otimista do que o avançado pelo BPI Research (ver tabela). De igual modo, antecipa que a taxa de desemprego vai estabilizar nos 5,6% e que a taxa de inflação não ultrapassa os 4,0% em 2023 (face aos 5,7% previstos pelo BPI Research). Ainda assim, e podendo falhar as expectativas, as contas públicas deverão continuar a evoluir favoravelmente. De facto, o Governo estima, na proposta de Orçamento de Estado para 2023 (OGE 2023), que o défice diminua de 1,9% do PIB em 2022 para 0,9% no próximo ano.

Nas contas oficiais, a redução do défice é explicada pela receita fiscal e contributiva (1,2 p. p.) e poupança obtida com medidas transitórias relacionadas com a COVID-19 e inflação (2,6 p. p.), contrabalançadas pelo agravamento dos encargos com juros (0,4 p. p.), aumento expressivo do investimento público (0,8), medidas permanentes anteriormente implementadas e com impacto em 2023 (1,6) e novas medidas (0,4).¹

Entrando em mais detalhe, e analisando a segunda tabela, o Governo estima que a receita aumente 5,9% face ao estimado para 2022, mais de 6.200 milhões de euros, dos quais cerca de metade são explicados pela receita fiscal e contributiva e cerca de 35% diz respeito à receita de capital. Para o primeiro caso, concorre o expectável aumento do PIB nominal (em 4,9%), o que implica que terá o impacto não só do (ainda que menor) crescimento da economia, como também do aumento dos preços. A receita fiscal e contributiva deverá crescer 3,4%, menos do que o esperado para o PIB nominal, mas que é explicado pela implementação de novas medidas (num total de 1.216 milhões de euros, ou seja, 0,5% do PIB),² onde se inclui a atualização dos escalões de IRS em 5,1% e o alargamento do IRS jovem. Para o crescimento expressivo da receita de capital

1. Os valores apresentados para as poupanças com medidas COVID-19 e inflação, medidas anteriormente implementadas e com impacto em 2023 e as novas medidas para 2023 são os reportados pela UTAO («Apreciação preliminar da proposta de Orçamento do Estado para 2023»), por considerarmos que avaliam de forma mais clara estes pesos, nomeadamente pela disparidade existente entre o valor do Quadro de Políticas Invariantes apresentado em setembro (impacto negativo de 3.902 milhões de euros) e o Anexo I que acompanha a proposta de OGE 2023 (–5.403 milhões de euros).

2. A UTAO estima que este montante seja menor (854 milhões de euros), considerando, por exemplo, o efeito positivo nas retenções na fonte e nas contribuições sociais decorrente da valorização salarial dos funcionários públicos. Ver «Apreciação preliminar da proposta de Orçamento do Estado para 2023», outubro 2022.

Cenário Macroeconómico: comparação entre OGE e BPI Research

	2022		2023	
	OGE 2022	BPI	OGE 2023	BPI
PIB	6,5	6,3	1,3	0,5
Consumo Privado	5,4	5,0	0,7	0,5
Consumo Público	1,8	2,0	2,3	–0,2
Investimento	2,9	1,7	3,6	3,8
Exportações	18,1	16,5	3,7	4,3
Importações	12,0	10,1	4,0	5,0
IHPC *	7,4	7,9	4,0	5,7
Emprego	1,9	1,6	0,4	–0,3
Taxa de Desemprego (%)	5,6	5,9	5,6	6,4
Balança Corrente	–1,3	–2,7	–1,1	–2,3

Nota: * IPC no caso do BPI.

Fonte: BPI Research, com base na proposta de OGE 2023.

Principais rubricas das contas públicas

(% PIB)	2019	2020	2021	2022	2023	Varição 2023-2019	Varição 2023-2022
						% PIB	TVH%
Receitas Totais	42,6	43,4	44,9	44,1	44,6	2	5,9
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,3	37,5	37,7	37,1	0,6	3,4
Receita capital	0,4	0,5	1,2	0,7	1,6	1,2	134,2
Despesas Totais	42,5	49,2	47,8	46	45,5	3	3,7
Despesas com pessoal	10,8	11,9	11,6	10,9	10,9	0,1	5,5
Consumo intermédio	5,1	5,5	5,8	5,7	6	0,8	10,3
Prestações sociais	18,1	20	19,4	19	18,1	0	–0,2
Juros	3	2,9	2,4	2,1	2,5	–0,4	23,7
Investimento	1,8	2,4	2,6	2,7	3,5	1,6	36,9
Saldo Total	0,1	–5,8	–2,9	–1,9	–0,9	–1	–
Saldo Primário	3,1	–2,9	–0,5	0,3	1,6	–1,4	–
Dívida Pública	117	135	126	115	111	–5,8	–

Fonte: BPI Research, com base na proposta de OGE 2023 e INE.

contribui, especialmente, o recebimento de fundos relacionados com o PRR.³

Por sua vez, a despesa deverá aumentar 3,7%, ou seja, cerca de 4.000 milhões de euros, explicado, em larga medida, pelo acréscimo das despesas com pessoal, consumo intermédio, juros e investimento. As despesas com pessoal são influenciadas, por exemplo, pela valorização salarial para atenuar o aumento da inflação, progressões/promoções, alterações de carreira, aumento do salário mínimo, contratações e atualização do subsídio de refeição, que, no con-

3. De acordo com a informação divulgada no documento «Elementos Informativos e Complementares», o total das subvenções PRR incluído nas projeções de receita deverá ultrapassar os 3.700 milhões de euros, com impacto na receita de capital e outra receita corrente.

junto, explicam o aumento bruto de 1.430 milhões de euros nas despesas com pessoal (o equivalente a 0,6% do PIB).⁴

Por sua vez, o aumento de 10,3% esperado para o consumo intermédio é explicado não só por iniciativas previstas no âmbito do PRR, como também reflete o aumento dos preços da energia nas Administrações Públicas e a aquisição de vacinas COVID-19.

Os encargos com juros irão aumentar pela primeira vez desde 2014 (23,7%), explicado pelo ambiente financeiro mais restritivo. Este aumento coloca este encargo em 2,5% do PIB, o valor mais alto desde 2020 (ano afetado pela pandemia, e que levou o rácio de dívida pública a aumentar 18,3 p. p. para 134,9%).

Por fim, o investimento público, responsável por cerca de 58% do aumento previsto da despesa total em 2023. O Governo espera que este atinja 3,5% do PIB, um valor apenas equiparável ao registado em 2011, aumentando 36,9% em 2023 (mais de 2.300 milhões de euros), um comportamento suportado pelos investimentos estruturantes e do PRR. No entanto, considerando o histórico dos últimos anos, esta previsão pode ser demasiado otimista; de facto, e tal como é possível verificar no gráfico, o investimento público tem ficado abaixo do orçamentado nos últimos anos, e substancialmente abaixo dos 3% do PIB. Adicionalmente, os riscos para a execução do PRR deverão ser especialmente elevados no próximo ano, considerando o crescimento dos preços, a escassez de mão-de-obra em alguns sectores de atividade (como a construção) e o impacto que o ambiente de maior incerteza poderá ter nas intenções de investimento das empresas.

No caso das prestações sociais, espera-se que reduzam ligeiramente face a 2022, ainda que a atualização de pensões, do Indexante dos Apoios Sociais, do aumento do abono de família e outras medidas, tenham um impacto de 1.660 milhões de euros. Isto acontece, porque houve medidas que foram implementadas em 2022 e que não voltam a ter impacto no próximo ano, como é o caso do pagamento extraordinário de 125 euros aos indivíduos com rendimento bruto inferior a 2.700 euros mensais ou a esperada redução dos encargos com subsídio de doença por COVID-19.

No OGE estima-se que o rácio de dívida pública atinja níveis inferiores aos pré-pandemia (115,0%) já em 2022, devendo reduzir para 110,8% do PIB no próximo ano, substancialmente abaixo do que o Governo previa no Programa de Estabilidade 2022-2026, apresentado em abril deste ano (115,4%). De referir que a elevada volatilidade e incerteza, juntamente com o crescente custo de financiamento, levaram o Tesouro a anunciar o aumento da almofada

4. Se considerarmos o efeito positivo nas receitas de IRS e contribuições sociais, o impacto líquido é de cerca de 867 milhões de euros, de acordo com a UTAO.

Portugal: Evolução do investimento público (% PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e do Orçamento de Estado em cada ano.

de liquidez para o próximo ano (de 5,9 para 10 mil milhões de euros).⁵ Uma postura cautelosa, considerando que uma parte considerável do aumento da receita tem origem na receita fiscal e contributiva (que pode ser adversamente afetada pela redução do consumo e/ou aumento do desemprego), e que o aumento previsto do encargo com juros representa cerca de 30% do aumento esperado da despesa total.

Finalmente importa referir que, considerando a nossa perspetiva menos otimista para a economia e o mercado de trabalho (como é visível na primeira tabela), a qual resulta num crescimento da receita fiscal e contributiva mais contido do que o esperado no OGE 2023, antevemos que o défice no próximo ano possa ficar acima do esperado (em torno dos 1,3%, face a uma estimativa de -1,5% em 2022), ainda assim inferior à fasquia dos 3% do PIB que norteia as regras de política orçamental europeia (embora atualmente suspensas). A confirmar-se, este comportamento possibilitará uma redução do rácio de dívida pública, de 115,6% do PIB em 2022 para 113,4% em 2023. Apesar de estimarmos que a redução do rácio de dívida possa ocorrer de forma mais lenta que as previsões oficiais, esta tendência não deixa de suportar o movimento de melhoria do *rating* da República, em linha com o que aconteceu recentemente com a DBRS e S&P's, facto que deve ser evidenciado por ocorrer numa envolvente macroeconómica e financeira particularmente adversa.

Vânia Duarte

5. Fonte: IGCP- Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública.

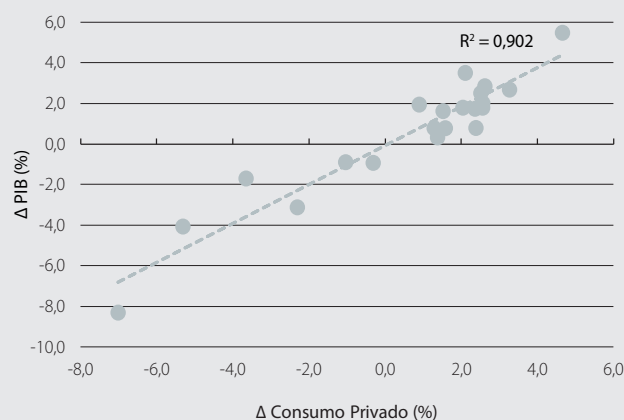
Consumo em 2023: o que esperar?

O Consumo Privado é uma componente muito importante do PIB português. De facto, desde o início do século que o peso desta componente no PIB se situa sistematicamente acima de 60%. Não surpreende, portanto, a forte correlação positiva entre crescimento do Produto e crescimento do Consumo, sendo esta uma variável marcadamente pró-cíclica (primeiro gráfico). Tendo isto em mente, neste artigo pretendemos perspetivar como poderá evoluir esta variável no próximo ano num contexto que se adivinha especialmente desafiante e marcado não só pela inflação, mas também pelo apertar da política monetária.

Como podemos ver no segundo gráfico, depois de quebras pronunciadas «nos anos da troika» o consumo retomou um nível de crescimento anual consolidado e bastante estável (2,5% em média, entre 2014 e 2019), compatível com um crescimento anual médio do produto no mesmo período de 2,3% e com uma evolução acumulada das remunerações superior ao acumulado da inflação para o mesmo período, ou seja, uma evolução real no rendimento disponível das famílias.

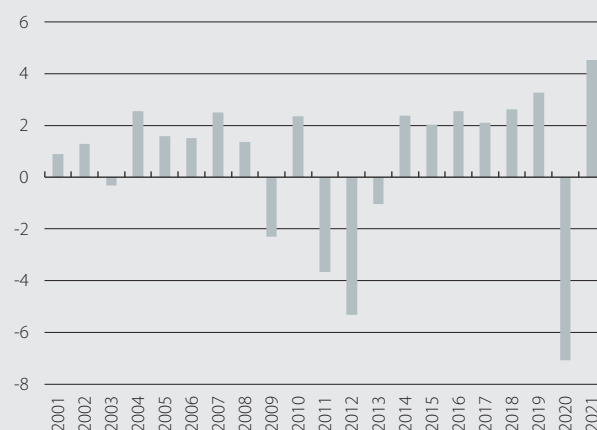
Mas os agentes económicos para as suas decisões de consumo, principalmente de bens de carácter duradouro, atentam não só aos fluxos de rendimento atuais, mas também têm em conta a sua riqueza como um todo. Quando tomamos todos estes fatores em consideração – rendimento disponível das famílias, património financeiro líquido e património imobiliário (uma grande fatia da riqueza de um indivíduo ou família) – percebemos ainda assim que existem determinados períodos em que o nível de consumo se situa acima ou abaixo daquilo que seria de esperar com base nestes *drivers*. Por exemplo, entre o início de 2009 e o final de 2021 podemos identificar claramente dois períodos em que o consumo privado foi inferior ao que seria de prever (terceiro gráfico). O primeiro, mais prolongado, entre o 2T 2011 e o 2T 2014. E o segundo, entre o 1T 2020 e o 2T 2021. O primeiro abarcou o período da crise financeira internacional e o período da assistência financeira externa a Portugal. O segundo, o período da pandemia. Se no primeiro dos períodos nos lembramos certamente das reduções fortes nos rendimentos via cortes em subsídios e impostos extraordinários sobre o rendimento; no segundo período não foi isto que aconteceu: a remuneração bruta mensal média evoluiu quer em 2020 quer em 2021 acima de 3%. Ou seja, o consumo pode evoluir acima ou abaixo do que seria de esperar pelos seus determinantes de base por razões muito diversas, colocando-se em evidência o papel das expectativas. No pri-

Relação entre o crescimento anual do PIB e do Consumo Privado



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

Portugal: Consumo Privado Crescimento anual (%)



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

meiro caso, é provável que os agentes económicos tenham incorporado nas suas decisões de consumo não só a quebra de rendimento que sentiram, mas também a possibilidade de uma quebra ainda maior do rendimento esperado futuro quer via impostos quer via uma situação de desemprego: a taxa de desemprego atingiu 18,5% no 1T 2013, o que coincidiu com o ponto mais baixo do gráfico durante esse período. No segundo caso, estamos a falar de uma retração extraordinária do consumo que foi em boa parte forçada (pelos *lockdowns*) e que terá também incorporado um grau de incerteza face ao futuro pois vivíamos uma situação inédita e de grande dúvida quer sobre a sua duração, quer sobre a existência e eficácia de vacinas, quer no que diz respeito ao impacto económico do fenómeno como um todo. Tendo estas dinâmicas em mente, o que poderemos esperar do consumo em 2023?

Para auxiliar a resposta a esta questão, efetuámos uma análise de sensibilidade¹ do consumo relativamente a variações em fatores que determinam o rendimento disponível: emprego, salários e taxas de juro (utilizámos a Euribor a 12 meses). Utilizando como *proxy* para a evolução salarial o valor de 5,1%,² e as trajetórias de evolução previstas da euribor e do número de empregados para 2023 (–0,3% em média face a 2022), chegamos a um valor de crescimento do consumo privado negativo, de –0,6%. Contudo, a previsão do BPI Research é que o consumo em 2023 evolua de forma fraca, mas ainda assim positiva, em 0,5%.³ Defendemos este valor baseando-nos em alguns aspetos não contemplados na análise de sensibilidade. Primeiro, é esperado um maior suporte a quem tem rendimentos mais baixos; o salário mínimo em 2023 vai aumentar 7,8% (valor acima da inflação prevista), e a percentagem de trabalhadores por conta de outrem que o recebem é significativa (ronda os 25% de acordo com os últimos dados disponíveis). De referir que estes agregados de rendimentos mais baixos têm uma maior propensão a consumir.⁴ Em segundo lugar, acreditamos que alguma da poupança excedentária acumulada no período pandémico possa servir de base à manutenção dos hábitos de consumo. Estimamos que no 2T 2022 o valor desta poupança ascenda ainda a um valor de 3% do PIB; e embora este agregado apresente uma trajetória de redução nos últimos trimestres, significando que está a apoiar o crescimento do consumo, poderá continuar a fazê-lo até meados de 2023. Além disso, também consideramos a hipótese de em 2023 existir um efeito de «ilusão monetária»: os agregados familiares perderão poder de compra no conjunto de 2022 e 2023, mas os aumentos salariais previstos em 2023 podem fazer crer que existe uma compensação do aumento de preços que, em termos reais, não se verifica. Por último, referir que esta previsão do crescimento em 2023 é feita face aos valores de 2022, os quais à data em que escrevemos ainda não estão disponíveis para o 3T.

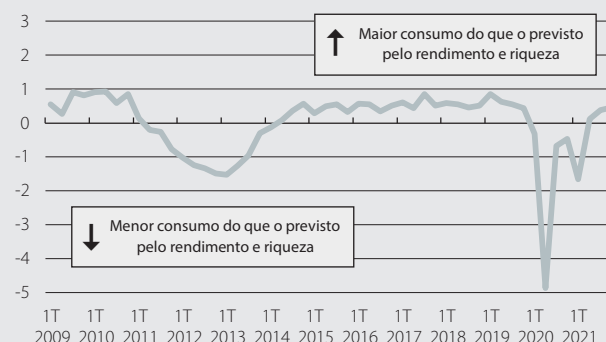
1. As sensibilidades foram calculadas em duas fases. Primeiro, foi feita uma estimativa da relação de longo-prazo entre o consumo e os seus fatores determinantes: rendimento disponível bruto, património financeiro líquido dos agregados e preço da habitação (todas as variáveis em logaritmos e deflacionadas pelo IPC). Depois, é feita uma estimativa pela regressão do crescimento em cadeia do consumo e o crescimento em cadeia do emprego, dos salários, da Euribor a 12 meses e o resíduo da equação da primeira fase. Os primeiros três fatores explicam o impacto de curto prazo destes no consumo e o último capta a tendência para o consumo regressar à sua trajetória de longo prazo.

2. Valor-alvo para evolução dos salários em 2023 constante do Acordo de Médio Prazo de Melhoria dos Rendimentos, Salários e Competitividade subscrito pelo Governo e Parceiros Sociais.

3. O Governo no Orçamento Geral do Estado para 2023 prevê um crescimento de 0,7% do Consumo Privado e o Conselho de Finanças Públicas de 0,5%.

4. Ver o Boletim Económico de Maio de 2020 do Banco de Portugal, Caixa 7: «Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito».

Relação entre consumo, rendimento e riqueza Índice standardizado*

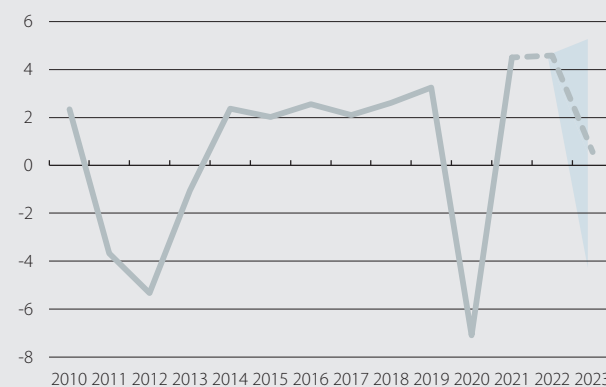


Nota: * Resíduo de uma regressão do logaritmo do consumo privado (em termos reais) com o logaritmo do rendimento disponível bruto, património financeiro líquido dos agregados familiares e do preço da habitação. Todas as variáveis deflacionadas pelo IPC. Série standardizada com média 0 e desvio-padrão de 1.

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

Consumo privado: histórico e previsões

Crescimento anual (%)



Nota: A área sombreada representa o intervalo de confiança a 90% para a previsão do crescimento do consumo privado em 2023.

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

Em suma, com a erosão do poder de compra das famílias pela inflação e encargos financeiros é expectável que em 2023 o Consumo Privado não seja um dinamizador do crescimento como em anos anteriores. Há espaço, contudo, para uma inversão de expectativas, num cenário mais animador, se para tal contribuir um aligeirar do garrote energético e um desanuviar do ambiente geopolítico.

Tiago Belejo Correia

Plano de Recuperação e Resiliência: ponto de situação

O Plano de Recuperação e Resiliência engloba a realização de investimentos estimados em 16,4 mil milhões de euros, distribuídos por 3 dimensões: resiliência, transição digital e transição verde, financiados pelos fundos NG EU. Destes 13,9 mil milhões são a fundo perdido e a sua receção implica a concretização de 341 reformas (marcos) e investimentos (metas).

Após a aprovação do PRR pela Comissão Europeia, Portugal recebeu 2.164 milhões de euros em agosto 2021, relativos a um pré-financiamento equivalente a 13% do montante total estimado para a implementação do PRR, que nas restantes tranches – no máximo duas por ano, sujeitas ao cumprimento dos objetivos delineados – é deduzido ao respetivo desembolso. Depois disso recebeu um desembolso de 1.162 milhões de euros em maio 2022 e pediu um novo desembolso de 1.820 milhões em setembro 2022.

De acordo com a calendarização prevista, Portugal deveria ter recebido em 2021 e 2022 7.490 milhões de euros, equivalente a 45% dos investimentos estimados no PRR. Contudo, até à data só recebeu 3.324 milhões de euros, equivalentes a uma taxa de execução de cerca de 45% nos dois primeiros anos do programa. Em análise pela Comissão Europeia está a segunda tranche que, se ainda for recebida em 2022, elevará para cerca de 70% a taxa de execução do PRR (mas os timings observados na 1ª tranche sugerem que o desembolso será só no início de 2023). Aos montantes já recebidos e em análise corresponde o cumprimento de 58 marcos e metas, dos quais 20 deram origem ao pedido de desembolso da segunda tranche, abrangendo praticamente todas as componentes do PRR. Desde o início do programa destacam-se a criação e desenvolvimento do Banco Português de Fomento, reformas nos domínios da saúde, habitação social, serviços sociais, investimento e inovação, qualificações e competências, medidas de apoio a transição digital, silvicultura, economia azul, bioeconomia, gases renováveis (incluindo o hidrogénio), transportes sustentáveis, finanças públicas e administração pública.

Entretanto, há uma grande disparidade entre os montantes já contratualizados, que desde abril já contemplam o valor total dos investimentos inscritos no PRR em todas as dimensões, as aprovações e os pagamentos aos beneficiários. Em termos globais, 52% dos projetos já contratados foram aprovados, mas apenas 5% dos fundos foram transferidos para os investidores, o que se poderá explicar por atrasos nas transferências ou, no cenário de maior incerteza económica, por adiamentos na realização dos investimentos já aprovados.

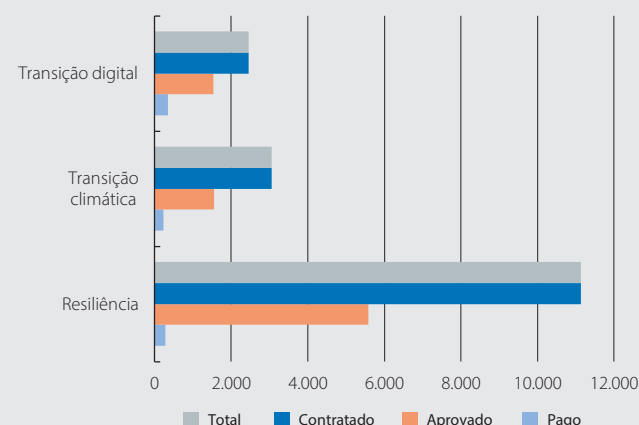
PRR: Calendarização e reembolsos

	2021 *	2022	2023	2024	2025	2026	Total
Calendarização prevista	3.329	4.161	3.329	2.663	2.663	499	16.644
	20%	25%	20%	16%	16%	3%	
% PIB	1,6	1,9	1,6	1,2	1,2	0,2	7,8
Desembolsos efetuados							
ago-21	2.164						
mai-22		1.160					
set-22 (pedido ainda não desembolsado)		1.820					

*Nota: * Inclui os 13% do pré-financiamento.*

Fonte: Versão do PRR datada de 22 de Abril.

Execução do PRR por dimensão, de acordo com a fase



Fonte: BPI Research, com base em Recuperar Portugal.

Aprovações e pagamentos a beneficiários diretos e finais

(Até 19 outubro)	Aprovado (milhões euros)	Pago (milhões euros)
Famílias	119	101
Inst. da economia solidária e social	260	3
Empresas	2.555	33
Inst. do sistema científico e tecnológico	105	5
Inst. Ensino Superior	608	27
Escolas	232	211
Autarquias e áreas metropolitanas	915	41
Entidades públicas	2.580	234
Empresas públicas	1.990	219
Total (milhões euros)	9.364	874
(% total PRR)	56,3%	5,3%

Fonte: BPI Research, com base em dados do Recuperar Portugal.

Dos pagamentos já efetuados, ressaltam três aspetos:

- i) a dimensão transição digital, incluindo aprovação de investimentos nas áreas social, empresarial, escolar e da administração pública¹ é aquela onde a taxa de pagamentos aos beneficiários finais é mais elevada (14%);
- ii) mais de metade dos beneficiários com investimentos aprovados e montantes transferidos pertencem ao setor público (escolas, entidades e empresas públicas);
- iii) as famílias e as escolas são os beneficiários finais com taxas de recebimento mais elevadas (no caso das famílias 85% dos investimentos aprovados já lhes foram pagos e nas escolas, as transferências já superam os 90%). No polo oposto estão as instituições de solidariedade social e as empresas, com taxas de recebimento inferiores a 1,5%, em linha com a perceção de que os atrasos observados poderão relacionar-se com adiamento de investimentos, num ambiente de aumento de custos e maior incerteza quanto à evolução da economia nacional e internacional.

A calendarização inicial, previa que em 2023, fossem recebidos 3.329 milhões de euros, mas a possibilidade de que venha a haver adiamento de decisões de investimento influenciado pelo ambiente de maiores custos e de procura mais débil, sugere que este poderá ser mais um ano em que a taxa de receção dos fundos será reduzida, adiando o cumprimento dos investimentos previstos para os últimos anos do Plano.

Teresa Gil Pinheiro

Fases da execução do PRR

1º passo: Contratualização

- Atribuição a entidades públicas identificadas no PRR (IAPMEI, Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana, Banco Fomento, Fundo Ambiental, Administração Central do Sistema de Saúde I.P., Metro Lisboa, IEFP, Secretaria geral da educação e ciência, Instituto da SS) a responsabilidade de garantir a definição e a execução dos investimentos do plano.
- Contratação com as entidades e organismos públicos que executam (beneficiários diretos) ou escolhem os executores (beneficiários intermediários) dos investimentos realiza-se através da estrutura Recuperar Portugal.

2º passo: Concursos

3º passo: Aprovação dos investimentos

4º passo: Pagamento

1. No pedido de desembolso da 1ª tranche os indicadores associados a investimentos incluíam a realização de um concurso para criação de uma plataforma de informação digital para pessoas com deficiência, a seleção de 17 *digital innovation hubs*, a contratação da compra de 600 mil computadores para professores e alunos; e no pedido da 2ª tranche (ainda não recebida) estava incluído a realização de investimentos na digitalização da administração pública.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Índice coincidente para a atividade	-5,3	3,5	6,6	7,4	7,3	6,5	6,5	6,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	-1,5	-2,1	2,0	2,1	4,9	0,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,3	-5,3	-1,4	-0,1	-2,3	-4,7	-4,7	-5,4	-6,3
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	13,5	-6,9	45,5	-23,5	...	-19,0	...	...
Compra e venda de habitações	-11,2	20,5	17,2	25,8	4,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,3	8,6	11,0	11,5	14,2	15,8	15,8	15,6	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	51,5	51,5	259,9	298,1	244,4	270,0	244,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-19,0	0,1	12,0	13,0	21,1	17,9	18,9	14,4	11,1
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	7,3	12,7	3,1	3,2	4,0	2,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,7	7,4	6,8	5,2	2,9	2,9	2,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-13,5	-19,3	-30,5	-31,8	-31,6	-32,7	-35,2
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	3,1	4,7	1,9	...	1,0	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	6,3	5,9	5,7	...	6,0	...	...
PIB	-8,3	5,5	6,6	12,0	7,4	4,9	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Inflação global	0,0	1,3	2,4	4,3	8,0	9,1	8,9	9,3	10,2
Inflação subjacente	0,0	0,8	1,5	3,1	5,5	6,5	6,5	6,9	7,1

Setor externo

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	18,3	21,2	18,9	...	21,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	22,0	22,0	33,3	31,5	...	34,3	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,5	-2,5	-4,3	-4,7	...	-4,5	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,7	-5,7	-6,9	-6,4	...	-5,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,8	3,2	3,2	2,7	1,7	...	0,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,1	1,2	1,2	-0,8	-1,3	...	-2,3	...	...

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	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	9,3	8,9	8,2	7,8	7,9	7,8	...
À vista e poupança	18,8	16,3	16,3	15,3	12,9	11,2	11,6	11,2	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,2	1,1	2,3	3,3	3,1	3,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-4,1	9,8	8,5	-0,1	5,0	-0,1	...
TOTAL	8,9	9,0	9,0	8,9	8,2	7,5	7,8	7,5	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	2,9	2,8	2,7	2,0	2,1	2,0	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	2,2	1,2	1,0	-0,2	-0,3	-0,2	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	3,3	3,0	3,8	3,3	3,6	3,3	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	3,1	6,4	3,3	3,2	3,2	3,2	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	3,8	5,3	-1,3	-1,9	-0,3	-1,9	...
TOTAL	4,2	2,9	2,9	2,8	2,5	1,8	2,0	1,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	4,9	3,7	3,7	3,6	3,4	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola trava, mas continua a mostrar sinais de resiliência

O crescimento do PIB praticamente estagnou no 3T. Os dados avançados do PIB do 3T do ano marcaram uma moderação no ritmo de crescimento da economia espanhola, apontando para um ambiente macroeconómico cada vez mais complexo, tal como prevíamos. Assim, o PIB cresceu 0,2% no trimestre (3,8% em termos homólogos), muito abaixo do trimestre anterior (1,5% em termos trimestrais). Isto reflete, por um lado, o esgotamento do ímpeto proporcionado pelo impacto da pandemia e, por outro lado, o ambiente complexo que a economia espanhola atravessa. Este ambiente é marcado, acima de tudo, por elevadas taxas de inflação; em segundo lugar, por um ciclo de subidas das taxas de juro mais agressivo e abrupto do que o esperado há alguns meses; e, em terceiro lugar, pela deterioração da confiança relativamente às perspetivas económicas. Olhando para 2023, prevemos que o ritmo de crescimento da economia espanhola desacelere e se situe em 1,0% em termos homólogos anuais.

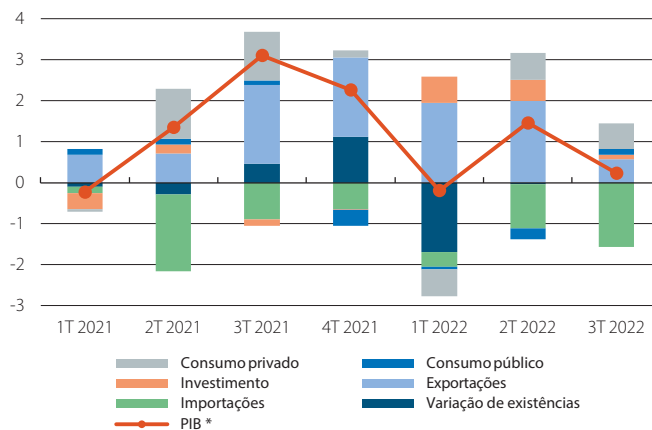
O setor do turismo encerrou a época de verão em muito boa forma. O trimestre de verão fechou com o nível de dormidas em alojamentos turísticos apenas 1,3% abaixo das do verão de 2019, em comparação com uma diferença de -27,7% no verão de 2021. O turismo internacional continuou a melhorar a um ritmo acelerado e atingiu um nível de dormidas e despesas turísticas apenas 5,9% e 3,1% inferiores aos do mesmo período de 2019, respetivamente. O turismo interno atingiu um volume de dormidas 6,6% superior ao de 2019, embora, devido ao maior número de viagens ao estrangeiro, tenha ficado 5,2% abaixo do verão de 2021. Olhando para 2023, esperamos que a atividade turística continue a crescer e ultrapasse o nível de 2019, apoiada por uma melhoria da mobilidade aérea na Europa, ultrapassando o episódio de saturação aeroportuária vivido no verão e com a recuperação do turismo de longo curso.

O mercado de trabalho está a aguentar-se melhor do que o esperado, embora deva a perder ritmo em 2023. Os dados de inscrição na Segurança Social de outubro mostram que o mercado de trabalho está a revelar-se resistente considerando o complexo ambiente macroeconómico. Assim, o número de inscritos cresceu 103.499 pessoas em outubro, um número superior ao «habitual» para um mês de outubro (em média, as inscrições aumentaram 82.200 em outubro entre 2014 e 2019). Os efeitos da reforma laboral continuaram a fazer-se sentir na evolução da taxa de emprego temporário, que caiu para 15,7% (27,6% em outubro de 2021), um novo mínimo histórico, em parte graças ao recurso a contratos permanentes em detrimento dos contratos temporários. O desemprego registado diminuiu em 27.027 pessoas durante o mês de outubro. Trata-se de um número muito positivo, visto que nos meses de outubro o desemprego registado tende a aumentar (69.000 pessoas em média de 2014-2019).

Neste contexto, esperamos um abrandamento no mercado de trabalho em 2023, mas uma continuação na criação de emprego (+0,5% em comparação com 2022). Quanto à taxa de desemprego, prevemos um ligeiro aumento de 3 décimas face a 2022, até 13,1%.

Espanha: contribuição para o crescimento do PIB por componentes

Contribuição para a variação trimestral do PIB (p. p.)

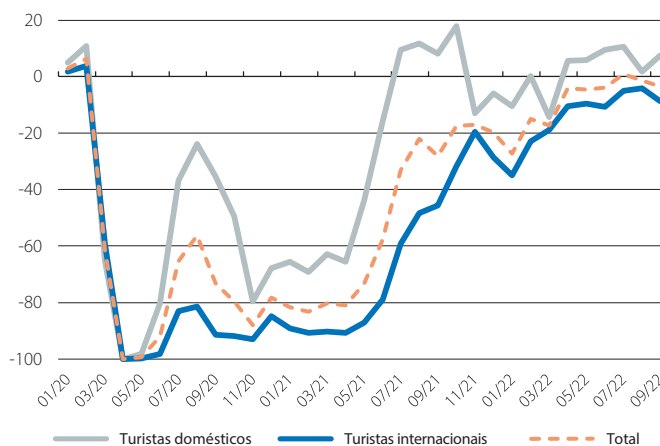


Nota: * Variação trimestral (%).

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

Espanha: dormidas turísticas em alojamentos

Variação relativamente ao mesmo mês de 2019 (%)

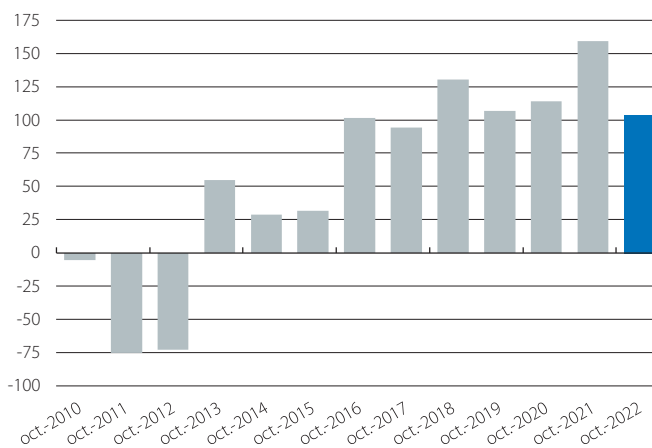


Nota: Dormidas de turistas em hotéis, estabelecimentos de turismo rural, apartamentos turísticos e parques de campismo.

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

Espanha: inscritos na Segurança Social nos meses de outubro

Variação mensal (milhares de pessoas)



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

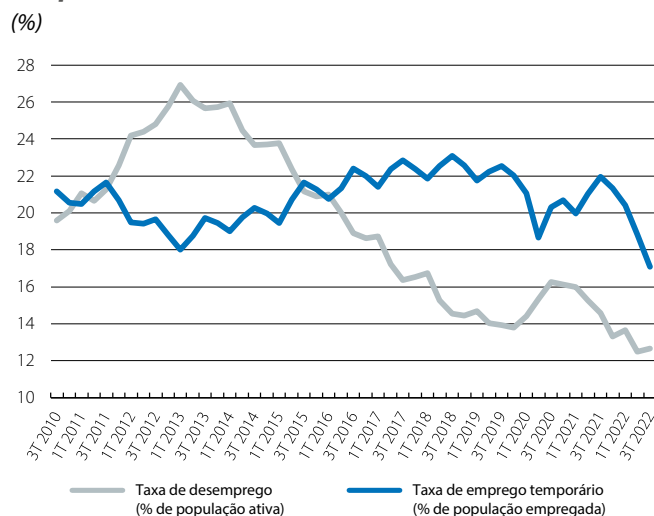
A inflação respira de alívio graças à energia, mas permanecerá em níveis elevados em 2023. De acordo com o indicador principal do IPC, a inflação caiu de forma intensa em outubro para 7,3%, 1,6 p.p. abaixo do valor de setembro. Por sua vez, a inflação subjacente (excluindo energia e alimentos não transformados) manteve-se estável em 6,2% (o mesmo registo que em setembro). O INE referiu que a principal razão para a moderação da inflação foi a queda dos preços da eletricidade, que, de acordo com os dados da Rede Elétrica de Espanha, atingiu mínimos que não eram registados desde 2021. Esta redução nos preços da eletricidade deveu-se à queda do preço de referência do gás ibérico (MIBGAS), que caiu 46% em outubro, devido ao enchimento das reservas de gás e ao baixo consumo devido às altas temperaturas. À medida que as temperaturas começam a descer, esperamos uma recuperação dos preços de referência do gás. Em relação a 2023, esperamos que a inflação se mantenha elevada, em 4,5%, devido à persistência da inflação nas componentes core.

Primeiros sinais de menor dinamismo no mercado da habitação, que abrandará em 2023. As compras e vendas continuam elevadas (640.000 nos últimos 12 meses até agosto), mas o crescimento revelou uma moderação para 15% em termos homólogos anuais em agosto face a 23% no 1S. Em 2023, prevemos um abrandamento do mercado imobiliário, embora a ausência de desequilíbrios torne improvável um forte ajustamento: esperamos que as vendas caiam um pouco mais de 10% em 2023 (para cerca de 480 000 habitações) e que os preços (MITMA) desacelerem até um aumento anual de 1,5%, o que em termos reais corresponderia a um ajustamento considerável (-5,6% acumulados em 2022-2023).

Por outro lado, a oferta de habitação continua a ser limitada: as novas licenças de construção (10.000 unidades nos últimos 12 meses até agosto) são inferiores à criação líquida de novas habitações (18.000 por ano até o 2T 2022). Um fator que limitou a recuperação da oferta no período pós-pandémico tem sido o aumento acentuado dos custos de construção. Recentemente, a tendência em alta dos custos parece ter abrandado (15,1% em termos homólogos anuais em agosto, face a um pico de 19,5% em maio). A descida dos preços dos metais industriais nos mercados internacionais aponta para uma evolução mais contida dos custos de construção.

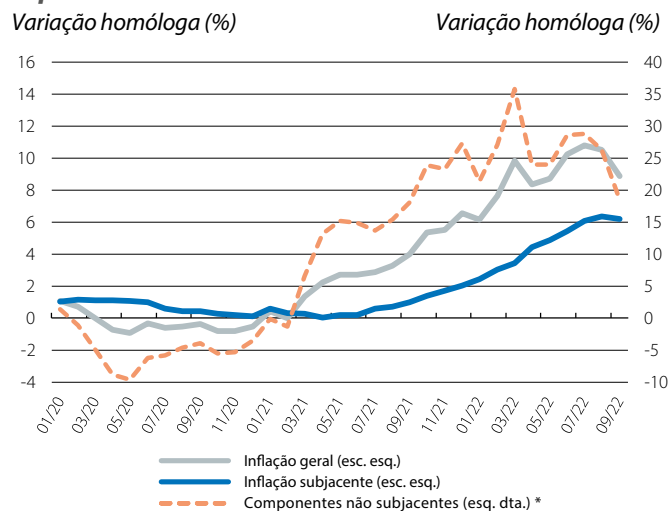
O Governo Espanhol apresentou a Proposta do Orçamento geral do Estado (PGE) para 2023 e enviou o seu Plano Orçamental a Bruxelas. Em termos de défice público, o Governo prevê um défice de 3,9% do PIB em 2023, o que representa uma redução de 1,1 p.p. em relação ao défice previsto em 2022. Grande parte do ajustamento seria suportado pelas comunidades autónomas (défice 0,7 p.p. inferior em 2023), enquanto a Segurança Social manteria um défice de 0,5% em 2023. Devido à incerteza, o Plano Orçamental apresentado à Comissão Europeia complementou o cenário dos PGE 2023 com um segundo cenário, mais de acordo com os dados de execução orçamental para este exercício, e com hipóteses mais plausíveis (por exemplo, a prorrogação das reduções do imposto sobre a eletricidade até 2023). Neste segundo cenário, estima-se que as receitas públicas aumentem 35.000 milhões de euros em 2023 (+6,2% em termos homólogos anuais), graças ao dinamismo das receitas fiscais e das contribuições sociais. Do lado da despesa, prevê-se que a despesa pública aumente 23.700 milhões de euros em 2023, mais 3,8% do que em 2022, devido a um aumento significativo da despesa estrutural (principalmente nas pensões) (ver o Focus «As contas públicas em 2023: aumentam as receitas e também as despesas» nesta edição da Informação Mensal).

Espanha: taxa de desemprego e taxa de emprego temporário



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

Espanha: IPC



Nota: * Agregado de alimentos não elaborados e produtos energéticos.

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

Espanha: Plano Orçamental do Governo de Espanha 2023

(% do PIB)

		Cenário 1		Cenário 2	
	2021	2022	2023	2022	2023
Receitas públicas	43,7	42,1	42,3	42,9	43,0
Impostos indiretos (IVA...)	12,2	12,2	12,2	12,6	12,3
Impostos sobre o rendimento e a riqueza	11,9	11,8	12,2	12,2	12,8
Contribuições sociais	14,2	13,6	13,7	13,6	13,7
Despesa pública	50,6	47,1	46,2	47,9	46,9
Remuneração de assalariados	12,2	11,6	11,4	11,8	11,4
Transferências sociais	21,8	20,6	20,8	20,7	21,1
Juros	2,2	2,2	2,4	2,2	2,4
Subsídios	1,5	1,8	1,2	2,2	1,4
Saldo público	-6,9	-5,0	-3,9	-5,0	-3,9

Notas: * Projeções que incorporam o impacto macroeconómico do plano NGEU embora as transferências NGEU estejam excluídas das receitas e despesas. O cenário 2 assume previsões de receitas mais elevadas em 2022 (+10 800 milhões de euros do que no cenário 1) em conformidade com a execução orçamental até agosto. Inclui também medidas fiscais que são tratadas fora do âmbito do PGE 2023 e pressupõe que as reduções fiscais sobre a eletricidade sejam prorrogadas em 2023.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

As contas públicas em 2023: as receitas aumentam e as despesas também

O Governo espanhol apresentou nas Cortes Gerais a Proposta do Orçamento Geral do Estado para 2023 e enviou a Bruxelas o seu Plano Orçamental com a demonstração das contas consolidadas do conjunto das Administrações Públicas (A. P.). Em termos de défice público, prevê-se um défice de 3,9% do PIB em 2023, o que representa uma redução de 1,1 p. p. em comparação com o défice previsto em 2022. O grosso do ajustamento seria suportado pelas comunidades autónomas (défice de 0,7 p. p. menos do que em 2023), enquanto a Segurança Social manteria um défice de 0,5% em 2023. Este último implica que o Governo espanhol espera que o aumento das contribuições e transferências do Estado seja suficiente para aumentar as pensões e manter o défice inalterado (em percentagem do PIB).

Quanto ao saldo primário, que exclui o pagamento de juros, o Governo espanhol prevê uma redução de 1,2 p. p. em 2023 para -1,6%, ainda assim um valor superior aos -0,8% de 2019. A dívida pública deverá diminuir em 3,0 p. p., graças ao crescimento do PIB em termos nominais (6,0%), para níveis ainda elevados de cerca de 112% do PIB.

Receitas: em auge pela inflação

Devido à elevada incerteza, o Governo espanhol apresentou dois cenários. A primeira, elaborada com base no

Orçamento de Estado de Espanha para 2023, é mais conservadora em termos de previsões de receitas fiscais para 2022, uma vez que prevê que estas se situem 9.000 milhões abaixo do que obteríamos se extrapolássemos para o global do ano os dados de execução orçamental que observámos até agosto. O segundo cenário, que parece mais plausível, incorpora 10.800 milhões adicionais de receitas fiscais em 2022 (o que, por sua vez, leva a quase 10.000 milhões de receitas adicionais em 2023 devido ao ponto de partida mais elevado) e assume que as reduções temporárias do imposto sobre a eletricidade, que terminam em dezembro (e que levaram a receitas cerca de 6.000 milhões inferiores em 2022, de acordo com a AIREF), sejam prolongadas a todo o ano de 2023. Assim, neste segundo cenário, as receitas públicas crescem 6,6% em 2022, acima dos 4,6% do primeiro cenário, embora ainda longe dos 14,0% da execução orçamental baseada em dados até julho (um valor que deverá moderar-se nos próximos meses). Está previsto que este aumento adicional de receitas no segundo cenário seja utilizado para aumentar as despesas num montante semelhante. Assim, as projeções do défice público são as mesmas em ambos os cenários.

Se nos centrarmos no segundo cenário, as receitas públicas consolidadas do setor das Administrações Públicas crescem 6,2% em termos homólogos em 2023 (+35.000 milhões de euros), de acordo com a previsão do Governo

Plano Orçamental 2023

Rubricas	2019 (% PIB)	2021 (% PIB)	Cenário 1				Cenário 2			
			2022 (% PIB)	2023 (% PIB)	2023-2019 (var. %)	2023-2022 (var. %)	2022 (% PIB)	2023 (% PIB)	2023-2019 (var. %)	2023-2022 (var. %)
Receitas públicas	39,2	43,7	42,1	42,3	20,4	6,5	42,9	43,0	22,3	6,2
Indiretos (IVA...)	11,5	12,2	12,2	12,2	18,3	6,0	12,6	12,3	19,3	3,5
Impostos sobre o rendimento e a riqueza	10,4	11,9	11,8	12,2	30,8	9,6	12,2	12,8	37,2	11,2
Impostos de capital	0,4	0,5	0,5	0,4	11,5	-15,2	0,5	0,5	39,4	6,0
Contribuições sociais	12,9	14,2	13,6	13,7	18,4	6,8	13,6	13,7	18,4	6,8
Outros rendimentos	4,0	5	4	3,8	5,9	0,7	4	3,7	3,1	-2,0
Despesa pública	42,1	50,6	47,1	46,2	22,4	4,0	47,9	46,9	24,2	3,8
Remuneração de assalariados	10,8	12,2	11,6	11,4	17,7	4,2	11,8	11,4	17,7	2,4
Consumos intermédios	5,1	5,9	5,7	5,6	22,4	4,1	5,7	5,6	22,4	4,1
Transferências sociais	18,4	21,8	20,6	20,8	26,0	7,0	20,7	21,1	27,9	8,0
Despesas com juros	2,3	2,2	2,2	2,4	16,3	15,6	2,2	2,4	16,3	15,6
Subsídios	1	1,5	1,8	1,2	33,8	-29,3	2,2	1,4	56,1	-32,6
Despesas de capital (excl. NGEU)	2,8	4,8	3,4	3,2	27,2	-0,4	3,4	3,2	27,2	-0,4
Outras despesas	1,7	2,2	1,8	1,6	4,9	-5,8	1,9	1,8	18,1	0,4
PIB nominal (Mm €)	1.245,5	1.206,9	1.310,3	1.388,7	11,5	6,0	1.310,3	1.388,7	11,5	6,0

Notas: Projeções que incorporam o impacto macroeconómico do plano NGEU embora as transferências NGEU estejam excluídas das receitas e despesas. Em 2019 excluímos a parte de défice (2 décimas do PIB) relativas a Sareb.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

espanhol para o crescimento nominal do PIB (6,0%), que se situa na gama superior das previsões dos analistas. Espera-se que os principais motores de receitas mais elevadas sejam, relativamente a 2022, os impostos diretos (11,2% em termos homólogos, +16.300 milhões de euros), impulsionados pelo efeito dos aumentos dos preços sobre as bases tributárias, e as contribuições sociais (6,0% em termos homólogos, +12.000 milhões de euros), impulsionadas neste último caso por um aumento de 8,6% das bases máximas (com uma contribuição prevista de cerca de 900 milhões) e pelo o aumento de 0,6 p. p. no regime de contingência comum (com uma contribuição prevista de cerca de 2.700 milhões de euros). Os impostos indiretos deverão mostrar um aumento mais contido (+3,5%).

O Governo espanhol espera que parte das receitas mais elevadas provenha das novas medidas fiscais temporárias (imposto temporário sobre a energia e a banca e imposto sobre grandes fortunas), às quais devem ser subtraídas medidas específicas que implicarão uma menor carga fiscal sobre rendimentos baixos e médios (principalmente, o alargamento da redução dos rendimentos do trabalho do IPRF de 18.000 para 21.000 euros de salário bruto e o aumento do nível mínimo de tributação de 14.000 para 15.000 euros). No agregado líquido, o Governo espanhol calcula que as novas medidas trarão uma receita adicional de 4.000 milhões de euros em 2023, embora a AIREF o coloque em 3.200 milhões de euros; a discrepância deve-se principalmente ao facto de o Governo espanhol estimar 1.500 milhões de euros em receitas do imposto sobre as grandes fortunas em 2023 e a AIREF o adie para 2024.

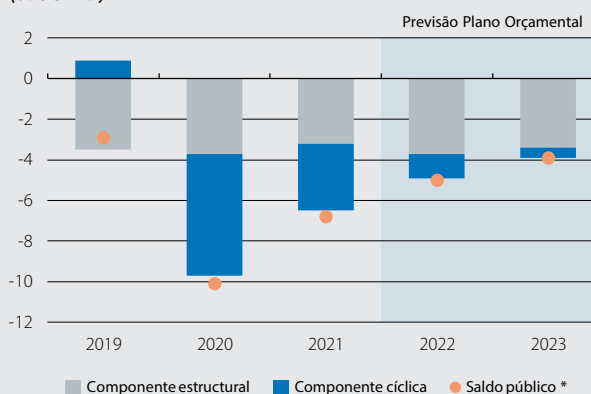
Despesas: aumenta o estrutural

Relativamente à despesa pública (excluindo as rubricas relacionadas com o programa NGEU), verifica-se um aumento substancial da despesa estrutural, em particular centrada na manutenção do poder de compra dos pensionistas.

Em concreto, no segundo cenário a despesa pública aumentaria 3,8% em termos homólogos em 2023 (+23.700 milhões de euros), em particular devido ao aumento de 21.800 milhões de euros em prestações sociais (principalmente despesas com pensões, que aumentam em 19.600 milhões) e ao aumento das despesas com juros (+4.500 milhões de euros). Entre os itens que estão a diminuir encontram-se os subsídios, que diminuirão em 9.400 milhões. Desta forma, a despesa corrente primária consolidada aumentaria 4,4%, abaixo da previsão do Governo espanhol para o crescimento nominal do PIB.

Por outro lado, a despesa estrutural, aquela que não depende diretamente do ciclo económico, aumentará de uma forma importante e é a principal responsável para que a despesa pública consolidada aumente em 117.000 milhões de euros em comparação com 2019 (sem as medidas extraordinárias de despesa devido à inflação e à guer-

Espanha: saldo público (% do PIB)



Nota: * Exclui Sareb e as perdas por ajudas a instituições financeiras.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças de Espanha (10/2022) e do Programa de Estabilidade 2021-2024.

ra na Ucrânia que podem ocorrer em 2023): por exemplo, está previsto que as pensões aumentem 36.600 milhões de euros relativamente a 2019 e as que despesas com pessoal aumentem 24.000 milhões de euros.

Embora as receitas públicas tenham aumentado quase 100.000 milhões de euros em comparação com 2019 e grande parte do aumento seja estrutural devido à inflação¹ e às mudanças estruturais na economia que aumentaram as receitas (tais como a descoberta, através de políticas laborais durante a COVID, de trabalhadores que estavam na economia paralela),² não se prevê que esta margem seja utilizada para reduzir significativamente o défice estrutural. De facto, o défice estrutural da economia espanhola, que já se encontrava em valores relativamente elevados antes da pandemia, dificilmente será reduzido. Especificamente, de acordo com as estimativas do Plano Orçamental, este poderia situar-se em cerca de 3,4% do PIB em 2023, um nível muito semelhante ao nível pré-pandémico (3,5% em 2019).

1. Mesmo que a inflação comece a dar sinais de moderação, é muito provável que o aumento nos níveis de preços em relação a 2019 se consolide e por isso dizemos que é um fator estrutural.

2. De acordo com o Plano Orçamental, as medidas implementadas durante a crise da COVID terão levado ao surgimento de cerca de 285.000 inscrições na segurança social.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,5	8,8	1,7	1,6	4,6	4,7	5,2	3,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-13,6	0,6	5,0	6,8	0,4	-5,2	-5,5	-5,2	-3,9
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	56,9	55,8	53,2	49,2	49,9	49,0	44,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	24,6	31,6	18,8	...	9,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,6	32,5	41,8	33,6	...	22,9	...	...
Preço da habitação	2,1	3,7	6,4	8,5	8,0	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	64,7	313,4	311,7	208,4	251,4	208,4	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	57,4	52,2	55,9	51,0	50,6	48,5	49,7
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	0,7	0,4	1,1	-0,1	0,1	0,1	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	-17,1	-7,5	-10,3	3,1	9,1	12,7	11,7
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,7	-12,8	-13,1	-17,6	-26,4	-33,1	-31,6	-32,8	-31,8
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	-2,9	3,0	4,3	4,6	4,0	2,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,5	14,8	13,3	13,6	12,5	12,7	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	-2,0	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	3,5	3,3	3,0
PIB	-11,3	5,5	6,6	6,7	6,8	3,8	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Inflação global	-0,3	3,1	5,8	7,9	9,1	10,1	10,6	8,9	7,3
Inflação subjacente	0,7	0,8	1,7	3,0	4,9	6,2	6,4	6,2	6,2

Setor externo

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	21,2	26,2	22,2	...	23,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	24,8	36,1	35,2	...	37,3	...	...
Saldo corrente	6,8	11,5	11,5	8,5	9,6	...	7,8	...	...
Bens e serviços	16,3	17,9	17,9	14,2	16,2	...	16,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-9,5	-6,4	-6,4	-5,7	-6,7	...	-8,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	11,9	22,4	22,4	19,8	22,5	...	20,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	6,1	5,8	5,2	5,4	...	...	...	...
À vista e poupança	12,3	10,3	9,2	9,3	9,2	8,2	8,4	7,6	...
A prazo e com pré-aviso	-16,5	-24,4	-27,6	-26,8	-25,4	-19,4	-19,9	-16,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,0	15,5	19,4	19,3	15,6	6,6	11,8	-0,3	...
TOTAL	7,1	6,7	6,6	6,0	6,0	...	...	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	1,2	0,3	-0,1	0,2	0,8	1,3	1,6	1,1	...
Empresas não financeiras	4,9	1,1	-1,0	-0,5	0,7	2,4	3,2	2,0	...
Famílias - habitações	-1,8	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	1,1	1,0	...
Famílias - outros fins	0,8	-1,2	-1,2	-1,1	-0,4	-0,9	-0,9	-0,8	...
Administrações Públicas	3,0	15,3	11,6	3,4	1,9	-3,5	-3,7	-3,8	...
TOTAL	1,3	1,1	0,6	0,4	0,9	1,0	1,2	0,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,5	4,3	4,3	4,3	4,1	...	3,9	...	...

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

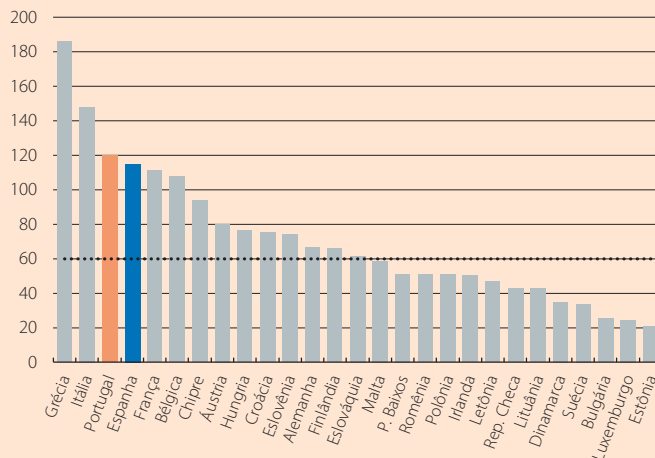
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e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

Tempos de transformação

O ponto de partida para a economia internacional em 2023, depois de todo o tipo de surpresas negativas que têm surgido no cenário, é bem conhecido de todos: aumento do risco geopolítico, ruturas nos mercados energéticos, fragilidade macroeconómica, resposta drástica dos bancos centrais à ameaça inflacionista e aumento da instabilidade financeira. Um panorama pouco agradável, cuja génese reside no desequilíbrio contínuo entre oferta e procura que tem vindo a ser alimentado pelos sucessivos choques que temos enfrentado nos últimos anos (COVID, guerra na Ucrânia, estrangulamentos, etc.). Como resultado, o aumento generalizado das pressões inflacionistas e o acentuado abrandamento do crescimento que já é possível observar nos indicadores de atividade desde o verão, com a dúvida de que tudo acabará num declínio pontual da atividade (alguns trimestres de crescimento negativo) ou se iremos enfrentar uma crise mais profunda que irá afetar o mercado de trabalho (estagflação?).

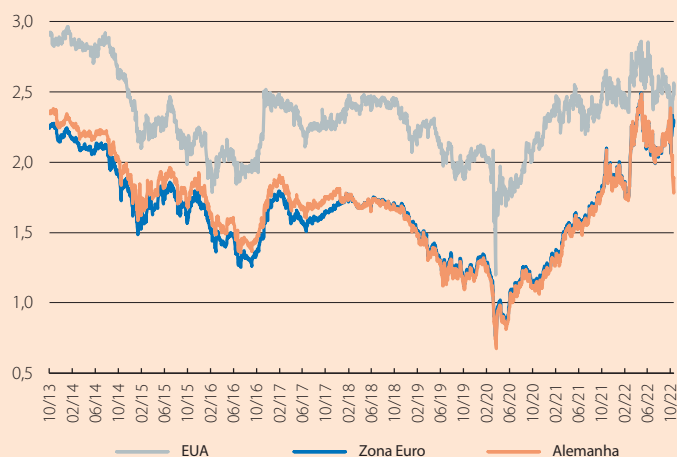
Considerando a volatilidade das variáveis-chave para as previsões macroeconómicas nos últimos meses (preços da energia, taxas de juros e taxas de câmbio), a dificuldade de incorporar nos cenários os desenvolvimentos geopolíticos e os seus efeitos nas expectativas e, por último, a dificuldade em ajustar a resposta da política monetária e fiscal aos desafios que vão surgindo no dia a dia, tornam 2023 um ano particularmente complexo para o sempre exigente processo das previsões económicas. Sobretudo porque a sensibilidade dos mercados está a aumentar a par do agravamento das condições financeiras globais nos últimos 12 meses (+300 p. b. em média nas economias avançadas), um movimento liderado por uma Reserva Federal que, após as dúvidas iniciais, tem avançado sem olhar para trás.¹

Dívida pública (% do PIB)



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

Swaps associados à inflação, 5Y5Y (%)



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

Assim, a assimilação desta mudança no regime de política monetária e, consequentemente, a capacidade (flexibilidade) dos bancos centrais de controlar qualquer episódio de instabilidade financeira será uma das chaves para o cenário a médio prazo. Existe consciência, após o alerta da minicrise britânica que resultou na demissão de Liz Truss, da importância de alinhar a política fiscal ao desafio monetário. Os tempos também são de mudança para a combinação ótima da política económica exigida pela atual conjuntura económica. Ignorar a restrição orçamental com uma política fiscal desordenada desviaria o objetivo que as autoridades monetárias estão a tentar alcançar e agravaria o risco de acidentes financeiros. Assim sendo, a incerteza fiscal pode levar a novos aumentos das taxas de juro, facto que equivale a acionar o travão e o acelerador em simultâneo, como nos foi lembrado pelo FMI na sua última reunião semestral.

Neste sentido, a coordenação entre governos e bancos centrais, quando os objetivos do lado fiscal e monetário divergem, tornar-se-á nos próximos meses um dos fatores que determinará o desempenho do ciclo económico em 2023. Não é fácil evoluir de algo semelhante ao domínio fiscal para um regime em que a estabilidade macroeconómica a curto prazo seja novamente uma prioridade, principalmente com o ruído que os desalinhamentos cambiais podem introduzir. Em grande parte, este

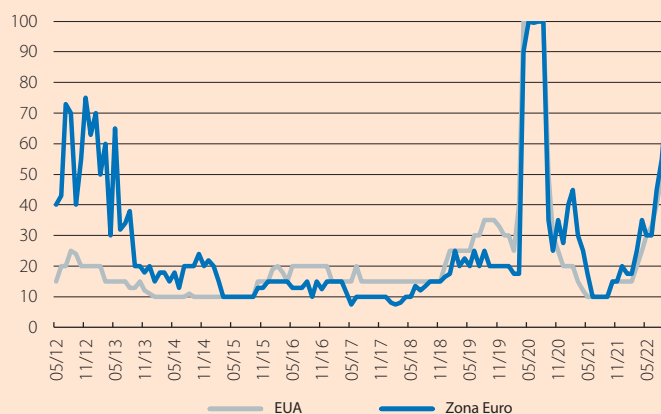
1. Para mais informações, consultar o artigo «Há luz ao fundo do túnel? Perspetivas para a política monetária em 2023», neste Dossier.

jogo vai determinar o nível de chegada no processo de aumento das taxas de juro (*terminal rate*) e o tempo necessário para que a inflação volte a aproximar-se dos objetivos.

Neste contexto, a economia mundial poderá crescer 2,7% em 2023, com uma acentuada desaceleração nos ritmos médios de atividade tanto nos países desenvolvidos (1% face a 2,4% em 2022), como nas economias emergentes (4% face a 7% em 2022). Perante a fraca visibilidade existente neste momento é muito difícil tentar extrapolar o perfil do ciclo económico, mas é lógico pensar que os próximos seis meses deverão ser os de maior fragilidade para a Europa, enquanto no caso dos EUA os efeitos das subidas de taxas de juros da Fed deverão fazer-se notar mais na primavera, considerando os atrasos com que a política monetária afeta à atividade. A diminuição na procura nos países desenvolvidos até ao verão e a ligeira melhoria que se verifica nas restrições de produção poderão levar a uma normalização gradual dos desequilíbrios entre a oferta e a procura à medida que o ano avança. Isto possibilitaria a moderação da inflação e a estabilização das condições financeiras, e estabeleceria a base para um regresso a taxas de crescimento potencial a partir do outono de 2023 que provavelmente serão mais baixas do que antes da pandemia. O problema reside no custo que será preciso pagar a curto prazo em termos de atividade e emprego para travar o problema da inflação e, por conseguinte, o ajustamento em baixa do PIB nos próximos dois trimestres. Esta relação de sacrifício será determinada: pela possibilidade de estabilizar os mercados de matérias-primas energéticas, pela credibilidade dos bancos centrais e pela evolução dos efeitos de segunda ordem e, por isso, a capacidade de dividir, de forma equitativa, através de pactos de rendimentos, os efeitos da deterioração dos termos reais de troca que está a ocorrer num grande número de países.

Assim, a economia mundial deverá continuar a sofrer importantes desafios em 2023 se forem consideradas as dinâmicas disruptivas que continuam presentes no cenário. Com a incógnita do desempenho da economia chinesa e da evolução do conflito na Ucrânia, o essencial será minimizar os danos no mercado de trabalho decorrentes do aperto monetário e manter o canal financeiro isolado do ruído. Este será um ano de transição em que as condições para um regresso a uma certa normalidade a partir de 2024 deverão ser estabelecidas, ainda que possam surgir obstáculos ao longo do percurso e a política económica tenha de ser flexível e utilizar uma técnica cirúrgica para otimizar graus de liberdade cada vez menores. Para abreviar, permaneceremos num impasse. Como o demonstram os grandes debates abertos, tais como: a adequação das estratégias e metas de inflação correntes, o papel que a China desempenhará na próxima década, os limites ao endividamento na economia mundial ou o futuro da globalização.

Probabilidade de recessão no consenso da Bloomberg (%)



Notas: Mediana entre os analistas que participam no consenso da Bloomberg. Probabilidade de recessão nos próximos 12 meses.

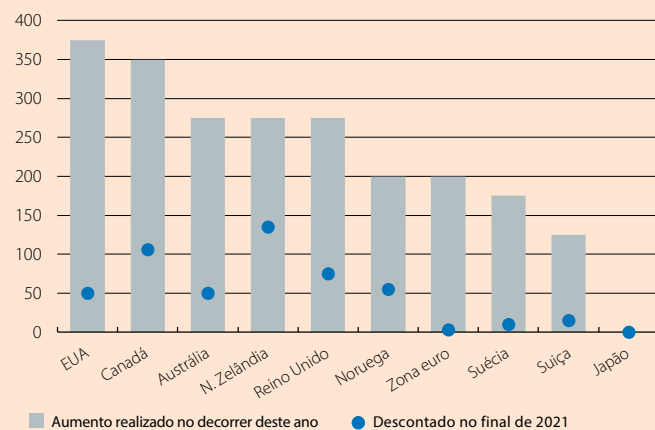
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Há luz ao fundo do túnel? Perspetivas para a política monetária em 2023

O ano de 2022 será lembrado não só pela intensificação e persistência das pressões inflacionistas, mas também pela mudança brusca na política monetária, um ponto de viragem que marcou o fim de mais de uma década de taxas baixas e políticas ultra-comodatícias.

Subidas das taxas oficiais anunciadas entre janeiro e novembro de 2022

(p. b.)



Notas: Dados a 7 de novembro. Expectativas de mercados de acordo com os implícitos da curva de OIS swaps.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

sonância com aumentos adicionais de 125 p. b. até 5,0% e de 150 p. b. até 3,0%, respetivamente. Mesmo para o Banco de Inglaterra, espera-se que a taxa oficial atinja um pico de cerca de 4,75% durante o verão.

Por outro lado, no caso da Fed, os implícitos apresentam as primeiras baixas nas taxas a partir de setembro, enquanto para o BCE se prevê que as taxas se mantenham estáveis em 2023 e com cortes modestos em 2024, de acordo com as previsões centrais do BPI Research. Contudo, em ambas as regiões, é importante referir que é provável que as taxas oficiais permaneçam em território restritivo, ou seja, acima do nível estimado como neutro (que não estimula, nem contrai a economia), pelo menos até ao final de 2025 (ver segundo gráfico), embora haja muita incerteza quanto à localização efetiva destes níveis estruturais.

Vários fatores justificam estas expectativas de que o fim das subidas das taxas ocorrerá em 2023. Em primeiro lugar, os efeitos do aperto monetário empreendido até agora deveriam tornar-se mais tangíveis no decorrer de 2023, visto que o seu impacto na economia não é imediato. De acordo com as estimativas dos modelos econométricos convencionais, um aumento das taxas de 100 p. b. na Zona Euro está geralmente associado a um impacto máximo no nível do PIB após 12-24 meses entre 0,7% e 0,9%.¹ Assim, a magnitude dos aumentos já concretizados em 2022 implicaria em 2023, um crescimento do PIB da Zona Euro entre 1,0 p. p. e 1,5 p. b inferior ao esperado na ausência de restrições monetárias.² De qualquer forma, é neces-

No início de novembro, os bancos centrais dos países avançados tinham aprovado, em média, aumentos das taxas de juro oficiais de aproximadamente 300 p. b., o ajustamento mais agressivo desde os anos 80 e muito superior às taxas de juro implícitas nos mercados financeiros no início do ano (ver o primeiro gráfico). Foi também acordado cessar os programas de compra líquidas de ativos em alguns países, tais como os EUA, iniciou-se o processo de redução do balanço. Como resultado, as condições financeiras foram significativamente apertadas, o que se tem refletido em quedas históricas nos principais mercados de ações.

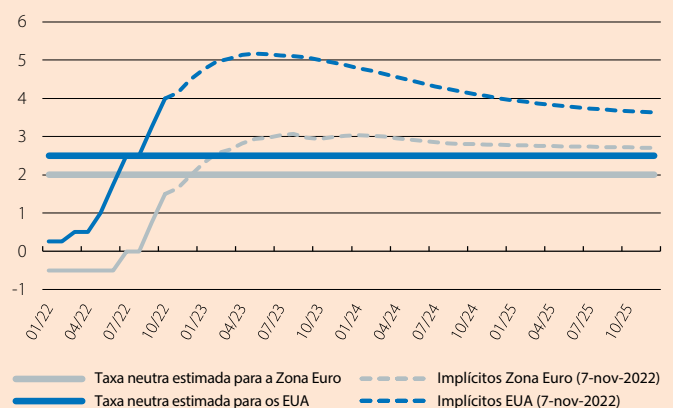
Limite à vista, mas até que ponto?

Após um tumultuoso 2022, os investidores apostam que o pico do aperto monetário ocorrerá no decorrer de 2023.

Assim, no início de novembro, as taxas implícitas nos mercados previam que as taxas oficiais atingissem o máximo deste ciclo em maio para a Fed e em setembro para o BCE, em con-

Taxas oficiais e expectativas de acordo com os mercados monetários

(%)



Notas: Expectativas de mercados de acordo com os implícitos da curva de OIS swaps a 7 de novembro. A taxa neutra estimada corresponde às estimativas dos bancos centrais.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

1. A resposta das diferentes variáveis a um choque monetário padrão (+100 p. b. de aumento) no nosso modelo é muito semelhante à encontrada noutros modelos de referência. Para mais informações, consultar Llorens, E. (2021), «Modelo semi-estrutural de CaixaBank Research para la eurozona», Documento de trabalho BPI Research 02/21 e o discurso de Phillip Lane *The transmission of monetary policy* (11 de outubro de 2022).

sário ser muito cauteloso com estas estimativas, uma vez que são médias históricas e podem não captar a singularidade do contexto atual. Por exemplo, a maior percentagem de novas dívidas a taxa fixa (82% em agosto de 2022 para as famílias da Zona Euro *versus* 57% em 2010) poderia implicar um menor impacto do aumento das taxas na economia. No entanto, o facto de o ciclo das subidas ter sido tão intenso e inesperado, e de estarmos a partir de taxas extremamente baixas, poderá alargar o impacto adverso no crescimento.

Em segundo lugar, não acreditamos que a política fiscal possa, nem deva, compensar o aperto monetário, num contexto de elevado endividamento público e de custos de financiamento mais elevados. Uma mudança no sentido de uma política fiscal excessivamente expansionista seria provavelmente penalizada por uma subida mais agressiva das taxas por parte dos mercados, com riscos de ressurgimento de receios sobre a sustentabilidade das finanças públicas, como se verificou em outubro no Reino Unido.

A interação destes elementos, juntamente com outros ventos contrários, explica as nossas expectativas de um abrandamento acentuado da economia mundial no próximo ano, com um crescimento abaixo do potencial na maioria dos países. O arrefecimento resultante nos mercados de trabalho, bem como a ancoragem das expectativas de inflação, ajudará a limitar o risco de efeitos de segunda ordem sobre a inflação e permitirá uma atitude menos reativa por parte dos bancos centrais.

Quanto aos fatores da oferta que explicam a inflação, à exceção da continuação das políticas de COVID Zero na China aprovadas no recente Congresso do Partido Comunista, as perturbações nas cadeias de abastecimento a nível mundial observadas ao longo da pandemia continuarão, provavelmente, a revelar uma moderação. Por outro lado, apesar da elevada incerteza em torno do resultado da guerra entre a Ucrânia e a Rússia, a combinação de uma procura menos dinâmica e a implementação de várias medidas de contenção³ provavelmente permitirá um relaxamento nos preços das matérias-primas ao longo do próximo ano, tal como sugerem os mercados de futuros.

Balanco de riscos: em que direção podemos errar?

Importa referir que existem riscos em ambos os sentidos no se refere à direção da política monetária em 2023. Por um lado, temos choques inflacionistas, que podem aumentar as pressões em alta sobre os preços e resultar em medidas mais restritivas por parte dos bancos centrais. Estes incluem uma potencial escalada do conflito com a Rússia, bem como outros eventos geopolíticos ou desastres naturais relacionados com as alterações climáticas. Também não excluimos efeitos secundários de segunda ordem, seja através de aumentos salariais mais elevados e mais persistentes, como através de medidas de estímulo fiscal mais fortes.

A título meramente ilustrativo, num cenário de aumentos dos preços das matérias-primas cerca de 50% acima da nossa previsão central, a inflação da Zona Euro poderá manter-se aos níveis atuais ao longo de 2023 e não atingir 2% até 2026 (atualmente a previsão é para final de 2024). Num tal cenário, não seria descabido esperar que o BCE colocasse as taxas oficiais em cerca de 5%.

Por outro lado, existem choques desinflacionistas, entre os quais distinguimos, em primeiro lugar, uma diminuição das tensões geopolíticas e, em segundo lugar, uma contração da economia maior do que a esperada, quer devido a perturbações nos mercados financeiros, quer devido a outros eventos de ordem sistémica. Numa diminuição da escalada geopolítica, embora esperemos que o efeito a médio prazo seja uma menor pressão em alta sobre os preços, a curto prazo o choque positivo da procura, através de uma menor incerteza e preços mais baixos da energia, atrasaria o declínio da inflação. Neste cenário, os bancos centrais poderiam responder com subidas adicionais no início do ano (cerca de 50 p. b. adicionais, possivelmente) antes de iniciar um ciclo de reduções posteriormente. No caso de uma forte contração da economia, contudo, esperaríamos que os bancos centrais reagissem através da reativação de medidas de estímulo monetário, tais como as compras líquidas de ativos para estabilizar os mercados e, possivelmente, considerando até cortes nas taxas oficiais.

O ano 2022 caracterizou-se por uma elevada incerteza sobre o cenário económico, tanto devido à dissociação entre a oferta e a procura após a pandemia, como devido à guerra na Ucrânia. Isto levou a revisões substanciais nas previsões, tanto da inflação e do crescimento, como da resposta dos bancos centrais. Em relação ao futuro, possivelmente seremos mais capazes de acertar na percepção de que a incerteza permanecerá elevada em 2023.

2. No caso dos EUA o impacto seria mais elevado ao considerar não só um aumento mais agressivo das taxas, mas também o plano de redução do balanço da Fed. Para o BCE, algumas vozes dentro do Conselho de Governadores do BCE estão já a defender uma travagem em 2023 nos reinvestimentos de ativos que vencem dentro do programa de compra de ativos (APP). De qualquer forma, o balanço do BCE diminuirá em 2023 devido ao vencimento de várias rondas de TLTRO.

3. Ver o artigo «A política económica perante o desafio energético: apoiar os mais vulneráveis sem distorcer a economia» neste mesmo Dossier.

A política económica face ao desafio energético: apoiar os mais vulneráveis sem distorcer a economia

A política económica caminha na corda bamba visto que enfrenta a tarefa titânica de mitigar o impacto do choque energético nas famílias e nas empresas num contexto conturbado e com pouca margem fiscal, dado que as contas públicas já tinham sido afetadas pela COVID-19. Não foi em vão que a dívida pública na Zona Euro ultrapassou em 2020 os 100% do PIB e o défice ultrapassou os 5,0%. A situação em 2022 tem sido exigente, mas com a perspetiva dos preços da energia em 2023 atingirem níveis ainda mais elevados do que aqueles que se verificavam antes do início da guerra na Ucrânia, a política económica estará novamente no centro do debate e terá de preparar-se para apresentar receitas que amortecem este choque prolongado.

A linha que separa o sucesso do fracasso é ténue e não há garantias de sucesso. A teoria é clara, mas não é simples colocá-la em prática. Existem dois tipos de medidas que podem ser tomadas na situação atual: primeiro, apoios com base em políticas de rendimentos, como subsídios diretos; ou, em segundo lugar, através de intervenções nos preços (limites máximos, reduções dos impostos especiais sobre o consumo de energia e o IVA, etc.), sendo que ambos podem ser dirigidos a grupos específicos ou generalizados. Os economistas das principais instituições económicas (OCDE, FMI, etc.) defendem ajudas limitadas no tempo e altamente concentradas nos agregados vulneráveis para que não tenham de suportar o custo total dos aumentos da energia. Assim, não são recomendados controlos generalizados de preços ou medidas de ajuda direta por uma série de razões:

- Interferem com as inevitáveis reduções na procura devido a preços mais elevados, o que pode levar a uma inflação mais elevada a médio prazo, bem como dificultar a transição energética.
- Distorcem os sinais dos preços, que são necessários para incentivar a poupança de energia e promover a transição para a descarbonização da economia.
- Apenas permitem adiar o impacto dos aumentos de preços sobre os agregados que, na perspetiva de uma guerra longa, duram mais tempo do que o esperado.

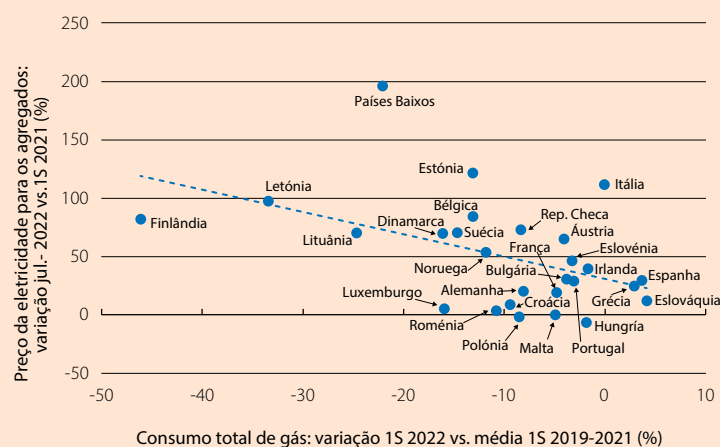
Da teoria à prática: limites de preço e ajudas menos direcionadas

A teoria dos manuais está muito bem formulada, mas os Governos têm de a aplicar num contexto de descontentamento social que é imprescindível abordar. Além disso, nem sempre é fácil identificar os mais vulneráveis. Neste sentido, as economias avançadas enfrentaram uma verdadeira tempestade energética em 2022 e a maioria esteve mais próxima da França (o paradigma das medidas generalistas e da intervenção nos preços) do que do Reino Unido de Boris Johnson na sua resposta (antes da dissolução, as medidas do seu Governo estavam próximas das recomendações do FMI). Como se pode observar no segundo gráfico, a maioria dos apoios em 2022 centrou-se em políticas económicas para toda a população, que impedem a transmissão da subida dos preços da energia por grosso mais elevados para os consumidores finais (limites máximos, redução dos impostos que afetam o consumo e a produção de energia e do IVA sobre os produtos energéticos, etc.) seguido de políticas de rendimento generalizadas (quer para toda a população, quer para grupos mais amplos, independentemente do seu rendimento, como utilizadores dos transportes públicos ou empregados), enquanto as medidas de apoio aos grupos vulneráveis foram muito menos numerosas.

Neste contexto, a proposta de um grupo de especialistas alemães apresenta elementos interessantes. Sugerem a fixação de um subsídio sobre 80% do consumo doméstico de gás (70% para as empresas), o que levaria a poupanças consideráveis na fatura.¹ Em simultâneo, este sistema mantém incentivos para reduzir a procura de gás: os preços de mercado aplicam-se ao montante

1. 40%, segundo algumas estimativas.

Gás: preços dos agregados familiares e consumo total



Nota: O HEPI recolhe dados sobre preços nas capitais de cada país, que são considerados uma aproximação do preço do país em julho de 2022.

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

restante e, além disso, o subsídio seria referente às quantidades consumidas em 2021. Não obstante, propõem a sua aplicação a todos os consumidores.

No entanto, os montantes do plano alemão (200.000 milhões de euros, pouco mais de 5% do PIB)² causaram agitação devido ao risco de minar as condições equitativas (*level playing field*) no mercado único europeu. Isto leva-nos ao papel que a UE tem de desempenhar, pois a Europa enfrentará melhor a crise se atuar em conjunto e não forma descoordenada.

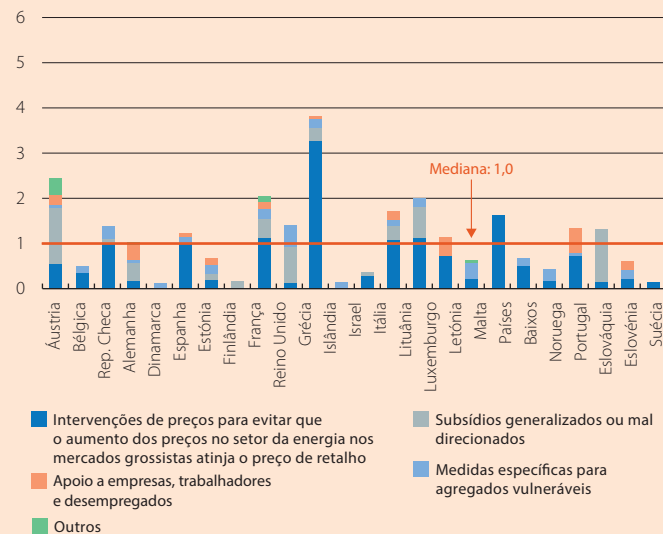
A coordenação europeia

Por um lado, a UE pode desempenhar um papel de coordenação para evitar externalidades negativas e explorar as positivas. Por exemplo, com cada Governo concentrado em assegurar o seu próprio abastecimento de gás, a UE poderia acabar com uma capacidade excessiva substancial a médio prazo.³ Além disso, a resposta instintiva de Espanha tem sido de um modo geral a de apoiar a procura subsidiando o consumo de gás e eletricidade, o que gera externalidades negativas e exerce pressão sobre os preços na UE como um todo. Contudo, na crise atual, a solidariedade europeia passa por um menor consumo de energia (não como na pandemia, por despesas comuns mais elevadas): trata-se de coordenar os cortes na procura.⁴ Assim, o plano da Comissão Europeia vai na direção certa ao propor cortes na procura de eletricidade e gás (de 10% e 15%, respetivamente),⁵ embora haja elementos de voluntariedade e não esteja livre de isenções.⁶

Na mesma linha, a coordenação da UE também é importante para assegurar o fluxo eficiente de energia entre países. Isto aplica-se tanto a curto, como a longo prazo. A longo prazo, a descarbonização da economia e o aumento da produção renovável conduzirão a uma produção de eletricidade mais variável, o que aumenta os benefícios de uma rede interligada à escala europeia. Também é fundamental melhorar as interconexões a curto prazo. O caso do gás natural liquefeito (GNL), um substituto essencial do gás russo no paradigma da crise atual, é um bom exemplo: 25% da capacidade de importação de GNL está localizada na Península Ibérica, que para efeitos práticos está desligada do grande mercado europeu. Neste sentido, o recente acordo entre Espanha, França e Portugal para a construção de um gasoduto marítimo entre Barcelona e Marselha, que poderia a médio prazo, transportar temporariamente gás da Península Ibérica para o resto do continente e a longo prazo será utilizado para hidrogénio verde, é um passo no rumo certo.

Por último, a UE deve assegurar uma situação de igualdade de condições de concorrência no mercado único europeu. Em particular, dada a disparidade das margens fiscais dos Estados Membros (que o poderoso pacote alemão apenas veio reforçar), faria sentido um fundo europeu para garantir um apoio mínimo às empresas e famílias em todos os países,⁷ com apoios que poderiam ser condicionados para promover a cooperação entre Estados e favorecer uma boa conceção das políticas nacionais (por exemplo, penalizar a implementação de políticas que contrariem a poupança de energia ou limitem os fluxos internacionais de energia, atribuir mais fundos aos países que fazem um esforço para aumentar a oferta, etc.).

Europa: custo fiscal das medidas de apoio anunciadas como resposta ao aumento dos preços da energia (% do PIB, 2022)



Nota: Medidas anunciadas para o primeiro semestre de 2022 a serem implementadas ao longo do ano.

Fonte: Fundo Monetário Internacional

2. Estes 200.000 milhões deverão ser distribuídos entre 2023 e 2024, dos quais cerca de 90.000 milhões se destinam ao subsídio parcial de contas de gás domésticas e comerciais, enquanto 30.000 milhões estão disponíveis para nacionalizar totalmente a empresa de energia Uniper.

3. Entre 30-45% da procura em 2030, de acordo com McWilliams *et al.* (2022). «A grand bargain to steer through the European Union's energy crisis» Policy Contribution, Bruegel.

4. Na mesma linha, é necessário que as políticas fiscal e monetária não atuem de forma descoordenada e que a primeira não desfaça os esforços da segunda para aliviar a procura.

5. A Europa aprovou também um limite máximo de 180€/MWh para as receitas dos produtores inframarginais (entre dezembro de 2022 e junho de 2023) e um imposto sobre o setor dos combustíveis fósseis.

6. Especificamente, a redução de 15% no consumo de gás entre agosto de 2022 e março de 2023 é voluntária, embora o Conselho Europeu possa torná-la obrigatória através da ativação de uma cláusula de alerta. Além disso, estão disponíveis isenções para Estados com indústrias chave que dependam criticamente do gás, bem como para países com interconetividade limitada ou que exportem gás com todo o seu potencial, entre outros. De igual modo, o corte de 10% na procura de eletricidade entre dezembro de 2022 e março de 2023 é também voluntário, mas com uma redução obrigatória de 5% nas horas de ponta.

7. Tagliapietra *et al.* (2022). «Does the European Union need an energy crisis fund?» Bruegel Blog.

Portugal em 2023: ano de cerrar os dentes?

Com o aproximar do final do ano, é tempo de balanço e de perspetivar a realidade económica do país para 2023. Se a página da pandemia parece definitivamente deixada para trás (apesar das cicatrizes que ainda se verificam nas cadeias logísticas), a grande certeza que temos de momento é que a incerteza continuará a marcar a atividade em vários capítulos: o da guerra, o da crise energética e o da política monetária e controlo da inflação. Neste texto procuramos lançar luz sobre como irá navegar a economia portuguesa nestas águas turbulentas.

2022: retorno ao pré-pandemia e retorno da inflação

Foi um ano positivo para a atividade e para isto contribuíram vários fatores. Em primeiro lugar, os primeiros meses com forte crescimento (1T: +2,4% trimestral e +12% homólogo) motivado também por efeitos de base pois o 1T 2021 tinha sido um dos mais nefastos ao nível dos efeitos da pandemia na economia. Como podemos ver no primeiro gráfico, o 1T 2022 marcou a ultrapassagem do patamar pré-pandemia ao nível do produto. Além disso, o perfil de crescimento em 2021 implicou um efeito de arrastamento (*carry-over*) correspondente a 3,9 p.p., ou seja, este seria o crescimento do PIB em 2022 se todas as taxas de variação trimestrais deste ano fossem nulas.

Outra das alavancas para o crescimento foi o bom desempenho do turismo. Com o desvanecimento das restrições associadas à pandemia deu-se a esperada recuperação deste tipo de serviços que implicam interação pessoal. O acumulado de proveitos nos estabelecimentos de alojamento até agosto excedeu em 13% os do mesmo período de 2019. Esta performance, com uma recuperação do turismo de não residentes mais forte que em 2021, também constituirá este ano um grande suporte às contas externas: no acumulado dos últimos 12 meses até julho o saldo da balança de serviços turísticos corresponde a 5,6% do acumulado do PIB (preços correntes), cobrindo o défice da balança energética (-4,4% do PIB).

O regresso em força da inflação é uma das marcas indeléveis de 2022, com as taxas mais elevadas desde há 30 anos. À data que escrevemos é quase certo que a inflação média em 2022 superará a barreira dos 7%.¹ O fenómeno do aumento dos preços iniciou-se de forma mais evidente na segunda metade de 2021 pelos efeitos da reabertura da economia e de uma procura dinâmica a pressionar uma oferta constrangida pelos estrangulamentos das cadeias logísticas. O espoletar da guerra na Ucrânia veio dar lastro à subida dos preços pela via da crise energética: o Brent superou os 125 dólares/barril no início de março e os preços do gás, perante a iminência da paragem indefinida de fornecimento de gás pela Rússia via Nordstream, superaram os 300 eur/MWh em agosto. A transmissão da inflação da energia, importante fator de produção, às restantes componentes do cabaz de compras tem sido especialmente forte em Portugal, com a componente *core* do índice de preços no consumidor em níveis muito elevados e que fazem antever persistência do fenómeno inflacionista.

Por outro lado, a execução do PRR tem ficado aquém do que se esperava, com alguns atrasos na execução associados a questões administrativas, mas também pela via do impacto que a inflação e que a guerra na Ucrânia tem no preço dos materiais, afetando custos e prazos de contratos em execução e a celebrar ligados a obras. Em suma, apesar da envolvente externa poder impactar o último trimestre de 2022 (período que pode coincidir com uma maior probabilidade de racionamento de energia ou interrupções na produção de países mais vulneráveis da Europa), esperamos que o PIB, em termos reais, aumente 6,3% em 2022.

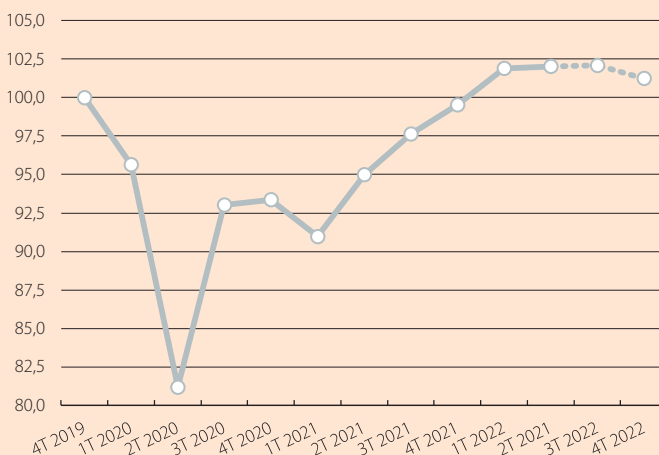
2023: um ano assombrado pelo aumento dos custos

No nosso cenário, assumimos que o arrefecimento económico no final de 2022 se estenderá e aprofundará em 2023, ano em que a economia crescerá apenas 0,5%. Como se explica um abrandamento tão acentuado depois de um impulso forte em 2022? É o que iremos explicar em seguida.

Por detrás da trajetória prevista estão sobretudo fatores exógenos à economia portuguesa, relacionados com os efeitos que a crise energética e o prolongamento dos estrangulamentos na cadeia de produção terão no comportamento dos preços, a resposta do

Portugal: PIB trimestral

Índice (4T 2019 = 100)



Fonte: BPI Research.

1. A nossa previsão é de 7,9%.

BCE para controlar as pressões inflacionistas que a Europa (à qual Portugal não escapa) enfrenta e com o abrandamento das economias europeias (principais parceiros comerciais de Portugal) mais dependentes dos fornecimentos de gás russo. Como ponto de partida para chegarmos à nossa previsão, estimámos qual seria o crescimento da economia num cenário em que a conjuntura fosse normal, ie, não houvesse guerra e a inflação e taxas de juro não teriam registado aumentos tão acentuados; a este crescimento, que estimámos em 3,5%, chamámos crescimento inercial.

O nosso cenário assume que os preços das principais *commodities*, com destaque para as energéticas,² manter-se-ão elevados prolongando o ambiente de maior inflação, fazendo antever um ano difícil para famílias e empresas, que enfrentarão um ano de maiores custos, associados ao aumento dos preços e das taxas de juro. Neste cenário não é difícil antever abrandamento significativo do consumo e possível deterioração do mercado de trabalho. Portugal será também negativamente impactado pelo abrandamento da procura externa e por comportamentos mais cautelosos dos agentes económicos (por exemplo, em setembro, a confiança das famílias situa-se em mínimos desde 2013; e o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia aproxima-se a passos largos do nível indicativo de estagnação).

Entre os fatores para os quais dispomos de informação que nos permite quantificar os vários impactos no avanço da atividade em 2023, estimamos que os ventos de proa serão muito mais fortes do que os de cauda (ver segundo gráfico), reduzindo substancialmente o ritmo de crescimento. Entre os primeiros, salientamos o impacto negativo que o aumento das taxas de juro terá no crescimento de economia, que se explica pelo facto de o crédito ao setor privado ser maioritariamente a taxa variável³ (nas famílias, o crédito à habitação – cerca de 80% do total – continua a ser predominantemente a taxa variável e nas empresas, o valor das operações contratadas a taxa variável desde o início de 2021 representava cerca de 80% do total contratado).

Em segundo lugar temos o impacto do aumento dos custos da energia, refletindo o agravamento do preço do gás e o seu impacto no custo de produção de eletricidade. Embora Portugal não se encontre entre os países europeus mais afetados pelas quebras de fornecimento de gás pela Rússia,⁴ sentirá o efeito do aumento dos preços, que poderão retirar cerca de 0,7 pontos percentuais ao crescimento de 2023.

Em terceiro, temos o impacto do aumento da inflação excluindo energia no consumo das famílias e das empresas resultante dos maiores custos energéticos, que retirará 0,8 pontos percentuais ao crescimento no próximo ano.

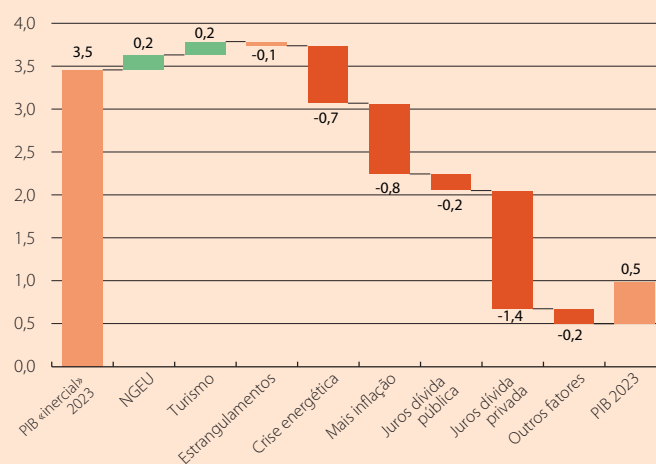
Por fim, teremos um conjunto de fatores mais difíceis de quantificar, e que incluem abrandamento da procura externa, enfraquecimento do euro, com impacto no custo das importações, e adiamento de decisões de consumo e investimento associado ao ambiente de maior incerteza. Estes fatores no seu conjunto poderão retirar cerca de 0,2 pontos percentuais ao crescimento.

Cenário macroeconómico

	2022	2023	2024
Δ PIB (%)	6,3	0,5	2,0
Consumo privado	4,6	0,5	2,0
Consumo público	1,8	-0,2	-0,2
FBCF	3,0	3,5	6,2
Exportações	17,2	4,6	5,0
Importações	11,0	5,5	5,9
Inflação global (%)	7,9	5,7	2,2
Taxa de desemprego (%)	5,9	6,4	6,1

PIB 2023: contribuições para o crescimento

Pontos percentuais



Notas: PIB «inercial» 2023 refere-se a aquele que resultaria de não contemplar os efeitos extraordinários associados decorrentes da guerra na Ucrânia e da inflação. Foi obtido através de regressão do crescimento anual do PIB com a sua componente autoregressiva e o output gap divulgado pelo FMI no World Economic Outlook de Outubro de 2022.

Entre os ventos de cauda que permitirão a não estagnação do crescimento em 2023, estão os fundos europeus e o turismo, mas, num ambiente de elevada incerteza como o atual, o seu contributo será diminuto.

Como dissemos no início, a incerteza é a grande certeza com que terminamos 2022 e iniciamos o novo ano, e os fatores por detrás desta incerteza sugerem que os riscos são maioritariamente negativos, prendendo-se com a possibilidade de imposição de restrições no consumo de gás, e aumento mais forte dos preços das *commodities* – energia, alimentares e metais – com impacto nos preços e no grau de restritividade da política monetária do BCE. Neste cenário, não excluímos a possibilidade de contração da atividade. Esperemos que não.

Tiago Belejo Correia e Teresa Gil Pinheiro

2. O nosso cenário antecipa que em média o preço do gás se situará em 196€/MWh em 2023, mais 25% do que em 2022 e claramente acima dos cerca de 20€/MWh nos anos anteriores a 2020.

3. Relatório de acompanhamento do mercado de crédito: em 2021 91% do stock de crédito à habitação era a taxa variável.

4. O fornecimento de gás a Portugal pela Rússia tem um peso inferior a 10%.

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

