

IM01

INFORMAÇÃO MENSAL
JANEIRO 2023



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

À procura de uma aterragem suave

A redução do balanço do BCE em 2023

Sobre a incerteza da taxa de juro neutra

UE e China: mapas de uma interdependência estratégica II

A recente evolução do peso dos rendimentos do trabalho

ECONOMIA PORTUGUESA

Perspectivas em perspectiva

Resiliência: palavra-chave também no mercado de trabalho

Elevado desemprego de longa duração e vagas de emprego em máximos: que paradoxo é este no mercado de trabalho?

Dívida externa: no bom caminho, mas com necessidade de fatores estáveis de redução

INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 2023

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

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt

<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

10 de janeiro de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A redução do balanço do BCE em 2023*

11 *Sobre a incerteza da taxa de juro neutra*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *UE e China: mapas de uma interdependência estratégica II*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *Resiliência: palavra-chave também no mercado de trabalho*

25 *Elevado desemprego de longa duração e vagas de emprego em máximos: que paradoxo é este no mercado de trabalho?*

27 *Dívida externa: no bom caminho, mas com necessidade de fatores estáveis de redução*

30 ECONOMIA ESPANHOLA

32 *A recente evolução do peso dos rendimentos do trabalho*

Perspectivas em perspectiva

Não é fácil encontrar uma palavra com a qual resumir o cenário de previsão para a economia portuguesa. Não parece certamente que estejamos prestes a entrar num ciclo de elevado crescimento do PIB e do emprego. Mas também não parece que a economia esteja prestes a entrar numa recessão profunda ou prolongada. Os choques dos últimos anos, e a existência de vários elementos que empurram a economia em direções opostas, tornam o contexto atual particularmente difícil de avaliar.

Globalmente, é provável que o crescimento do PIB e do emprego se mantenha positivo, mas modesto. Especificamente, para o biénio 2023-2024, esperamos um crescimento do PIB próximo de 3% cumulativamente ao longo dos dois anos e um crescimento do emprego de cerca de 1%. Espera-se que a inflação, uma variável-chave no contexto atual, continue a moderar e poderá atingir uma média de cerca de 4% ao longo dos dois anos.

Entre os elementos que continuarão a impulsionar o crescimento da atividade e do emprego estão a utilização de fundos europeus do NGEU e a recuperação do turismo internacional, especialmente do turismo de longo curso. Por outro lado, a subida das taxas de juro e a inflação, que, embora moderando, permanecerá elevada, atuarão na direção oposta.

A incerteza em torno do cenário continua a ser muito elevada. O peso final de cada um destes elementos será decisivo. Por exemplo, a inflação poderá moderar mais rapidamente se a pressão sobre os preços da energia diminuir mais cedo do que o esperado. A queda dos preços do petróleo e do gás nas últimas semanas apontaria nessa direção. Se confirmado, isto seria um alívio significativo para o consumo doméstico. Mas, por outro lado, também parece que o BCE irá aumentar as taxas de juro mais do que esperávamos antes da sua reunião de dezembro.

Comparar onde este cenário nos deixaria com o que esperávamos no ano passado, ou antes da pandemia, ajuda-nos a situarmo-nos melhor. Em termos de crescimento, o quadro é bastante positivo. No cenário atual, o PIB em 2024 estará um pouco mais de 5 pontos percentuais acima do nível de 2019. Pelo contrário, há um ano atrás, antes do início da guerra na Ucrânia, esperávamos que o PIB se situasse cerca de 2,5 p.p. acima do nível de 2019 em 2024. Se olharmos para as previsões de crescimento que tínhamos no início de 2020, antes da pandemia eclodir, vemos que então esperávamos que o PIB tivesse crescido mais de 5% em 2024 durante estes anos.

A mensagem dos dados sobre o emprego é semelhante. De acordo com o cenário atual, o emprego estará 2,5% acima dos níveis de 2019 em 2024, um número bastante mais positivo do que o BPI Research esperava no início de 2020, antes do início da pandemia e da guerra na Ucrânia. Apesar das adversidades dos últimos anos, o desempenho do emprego tem sido, e espera-se que continue a ser, muito resiliente.

Finalmente, a maior surpresa tem sido a evolução dos preços dos bens e serviços consumidos pelas famílias. De acordo com o atual cenário de moderação gradual da inflação, em 2024 o índice de preços no consumidor estará cerca de 20% acima dos níveis de 2019. Há um ano, esperava-se que o aumento neste período fosse de 7,5%, um pouco mais elevado do que o valor esperado no início de 2020, nomeadamente 5,8%.

Avaliar adequadamente a situação em que nos encontramos exige um olhar retrospectivo. Dependendo do ponto de referência que tomamos ou da variável a que nos referimos, as avaliações podem ser diferentes. A evolução da inflação surpreendeu-nos negativamente, mas o crescimento e o emprego estão a resistir às adversidades de uma forma muito positiva.

Cronologia

DEZEMBRO 2022

- 14** A Fed aumenta as taxas de juro oficiais em 50 p.b.
- 15** O BCE aumenta as taxas de juro oficiais em 50 p.b. e anuncia uma redução nos reinvestimentos do APP.

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.

NOVEMBRO 2022

- 2** A Fed aumenta as taxas de juro oficiais em 75 p.b.
- 15** A população mundial atinge os 8.000 milhões de pessoas.

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.

Agenda

JANEIRO 2023

- 3** Espanha: Inscrições na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).
- 6** Portugal: emprego e desemprego (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (dezembro)
- 9** Portugal: volume de negócios na indústria (novembro).
- 11** Espanha: contas financeiras (3T).
- 23** Espanha: créditos, depósitos e crédito malparado (novembro).
- 26** EUA: PIB (4T e 2022).
Espanha: inquérito à população ativa (4T).
- 27** Espanha: crescimento do PIB (4T).
- 30** Portugal: indicador de confiança das empresas e dos consumidores (janeiro).
Espanha: crescimento do IPC (janeiro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 31** Portugal: crescimento do PIB (4T).
Portugal: crescimento do IPC (janeiro).
Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).
- 31-1** Comité do mercado aberto da FED.

FEVEREIRO 2023

- 2** Espanha: inscrição na segurança social e desemprego registado (janeiro).
- 8** Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 9** Portugal: volume de negócios na indústria (dezembro).
- 10** Portugal: custos laborais (fevereiro).
- 14** Japão: PIB (4T).
- 16** Espanha: comércio externo (dezembro).
- 24** Espanha: créditos, depósitos e crédito malparado (dezembro).
- 27** Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
- 28** Espanha: crescimento do IPC (fevereiro).
Espanha: balança de pagamentos (dezembro).
Portugal: detalhe do PIB (4T).
Portugal: crescimento do IPC (fevereiro).

À procura de uma aterragem suave

A economia internacional entrou no novo ano com sintomas que refletem a acumulação de «choques» negativos desde o início de 2020, mas com sinais de melhoria na evolução dos desequilíbrios macroeconómicos, enquanto se aguarda o fim do processo de arrefecimento da atividade que está a decorrer nas três principais áreas económicas (EUA, China e zona euro). A notícia positiva é que a probabilidade de o intenso abrandamento do crescimento terminar numa recessão global a curto prazo, como temido no final do Verão, está a diminuir. Por detrás da estabilização do cenário está a força do mercado de trabalho, o bom desempenho dos preços da energia no último trimestre, a contenção das expectativas dos agentes após a forte deterioração que ocorreu após o início da guerra e o apoio da política fiscal.

O que pode virar o equilíbrio dos cenários para uma aterragem económica relativamente controlada, deixando para trás a temida estagflação, é a reviravolta no comportamento da inflação desde os picos de Outono. É verdade que ainda estamos muito longe dos objetivos do banco central e a inflação subjacente ainda não começou a diminuir, uma vez que entramos na fase de risco máximo para potenciais efeitos de segunda ordem (ou assim parece pensar o BCE). Mas a acumulação de surpresas positivas nas últimas leituras de preços é uma mudança em relação à situação de há apenas alguns meses atrás, refletindo o arrefecimento da procura, a eliminação gradual de estrangulamentos e a eficácia das respostas da política energética na Europa. Se o fosso entre a oferta e a procura globais continuar a diminuir, a primeira parte do processo de correção de preços poderá estar concluída até ao Verão deste ano, com a inflação a aproximar-se dos 4%, tanto nos EUA como na UEM. Se isto será suficiente para os bancos centrais é outra questão, especialmente se não houver notícias positivas sobre a evolução das componentes mais *trendline* nos próximos meses. As dúvidas que as autoridades monetárias (especialmente o BCE na sua última reunião) parecem ter sobre a segunda fase do processo desinflacionista são o outro lado da moeda quando se trata de ajustar os cenários económicos para 2023. Taxas de juro próximas dos 4% na UEM e acima dos 5% nos EUA poderiam alterar o perfil e a intensidade do crescimento, deslocando o arrefecimento da atividade para o segundo semestre do ano. Por enquanto, a julgar pelo comportamento dos mercados nas primeiras sessões do ano, este não é o cenário que os investidores estão a antecipar, tendo em conta as valorizações dos índices de ações e as quedas das taxas de juro que estão a ocorrer ao longo de toda a curva de rendimentos.

Em suma, o ponto de partida para 2023 parece mais esperançoso do que o previsto no final do Verão, como as revisões em alta das previsões de crescimento a que temos assistido nas últimas semanas sugerem. Mesmo assim, devemos estar conscientes de que o cenário continua a ser extremamente complexo, tendo em conta a potencial interação de fatores tais como: os últimos passos do processo de aperto monetário global, o fim da política «Covid zero» na China, ou a evolução da guerra na Ucrânia. É precisamente nisto que consiste uma *policrisis* como a atual: a acumulação de perturbações de natureza muito diferente, com um potencial de desestabilização conjunta maior do que a soma das suas partes. Mas, por enquanto, a capacidade da economia mundial para absorver todos estes choques, é bastante notável.

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	4,74	4,75	3,50
Libor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,50
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	0,13	0,62	4,30	4,00	3,00
Dívida pública 10 anos	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	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	1,58	2,47	2,17
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	2,53	2,23
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	2,59	2,29
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	2,66	2,40
Euribor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	2,73	2,51
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	2,25	2,25
Dívida pública 10 anos	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,14	2,70	2,70
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	2,77	2,80
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,04	3,05
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,05	0,42	3,19	3,80	3,70
Prémio de risco	11	164	62	73	105	110	100
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	-0,61	-0,64	2,45	3,02	3,08
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,28	3,30
Dívida pública 10 anos	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	3,85	3,75
Prémio de risco	19	314	60	65	97	115	105
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	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	81,5	94,0	83,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,9	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	3,4
Países desenvolvidos	2,6	1,4	-4,4	5,2	2,6	1,0	1,7
Estados Unidos	2,7	1,7	-2,8	5,9	1,6	1,1	1,7
Zona Euro	2,2	0,8	-6,3	5,3	3,2	0,2	1,6
Alemanha	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,8	-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	6,7	3,7	-0,2	1,1
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	0,5	2,0
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	-11,0	7,5	4,3	-1,5	-0,4
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	4,9	-1,9	6,6	3,5	3,9	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	4,1	1,0	4,8
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	7,2	4,0	2,0
Estados Unidos	2,8	1,8	1,2	4,7	8,0	3,4	2,0
Zona Euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,1	2,1
Alemanha	1,7	1,4	0,4	3,2	8,7	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	8,7	4,8	2,0
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,7	2,2
Espanha	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	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	1,9	1,8	1,6
Índia	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	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	1,9	3,7	5,2	11,9	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	5,9	0,9	1,5
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,1	0,3	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	1,2	1,2	8,1
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	4,5	0,8	2,5
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,8	13,5	17,1	4,3	6,0
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,3	10,9	4,8	7,0
Produto interno bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	0,5	2,0
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,5	-1,9	2,7	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	7,8	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	6,0	1,9	0,7	2,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,1	3,5	2,9	-1,8	0,7	0,7
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	5,2	1,7	2,1
Bens de equipamento	4,9	0,1	-13,3	6,3	6,2	0,5	3,1
Construção	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,3	2,5	1,5
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,9	-0,3	-4,5	4,9	1,6	0,9	1,9
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	-19,9	14,4	17,9	2,3	1,9
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	-14,9	13,9	9,3	2,4	1,9
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	3,7	0,6	1,3
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	8,4	4,5	2,3
Custos de trabalho unitários	3,0	0,6	7,7	0,3	0,7	3,1	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,5	0,5	1,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,1	1,1	1,9	1,5	1,5	2,0
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

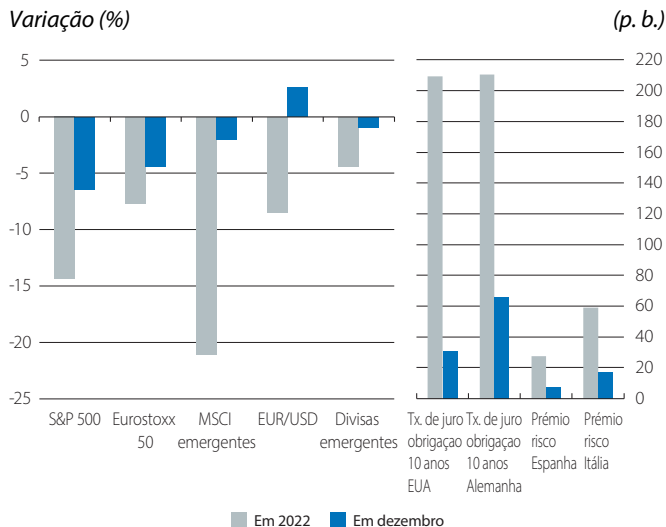
Os mercados financeiros fecham o ano no vermelho

Em dezembro, o foco do investidor passa do «pivot» ao *hard landing*. Os últimos meses de 2022 foram marcados pela redução da apetência pelo risco e pela queda dos principais ativos financeiros, reduzindo os lucros que tinham sido registados durante uma boa parte do outono. O principal factor foi o endurecimento da retórica «hawkish» dos bancos centrais, que reiteraram a sua intenção de continuar a aumentar as taxas oficiais nos próximos meses e reduziram as expectativas de um eventual fim do endurecimento monetário. Enquanto isso, as expectativas de taxas mais elevadas, em conjunto com os sinais de arrefecimento na maioria dos dados económicos, reacenderam os receios entre os investidores de uma possível recessão mundial, ou *hard landing*, o que agravou as perdas nas bolsas internacionais, nas obrigações de dívida pública e outros ativos de renda fixa. Do lado positivo, os mercados de matérias-primas fecharam o ano com alguma estabilização no preço das principais referências, embora sob a volatilidade e a incerteza associadas ao prolongamento da guerra na Ucrânia.

BCE, líder dos falcões. Entre os principais bancos centrais, o BCE destacou-se com um acentuado endurecimento no discurso «hawkish» durante a sua última reunião em meados de dezembro. Apesar de moderar o ritmo de subida das taxas oficiais de 75 p.b. para 50 p.b. (*depo* a 2,00% e *refi* a 2,50%), a instituição surpreendeu ao salientar que serão necessários novos aumentos, em grandezas significativas e a um ritmo acelerado, o que, segundo a própria presidente, Christine Lagarde, seria coerente com um nível terminal da taxa *depo* acima dos 3,0%. Além disso, o BCE anunciou as linhas de orientação para a redução da carteira de obrigações no seu programa de ativos APP a partir de março (a um ritmo inicial de 15 mil milhões por mês), o que, em conjunto com os vencimentos e pré-pagamentos dos empréstimos TLTRO, implicará uma redução significativa na dimensão do balanço (ver o Focus «A redução do balanço do BCE em 2023» neste relatório). Os anúncios refletiram-se numa revisão ascendente das expectativas das taxas implícitas nos mercados monetários e num aumento do rendimento das obrigações, mais acentuado na dívida periférica. Por outro lado, outros bancos centrais europeus, como o Banco de Inglaterra, o banco sueco Riksbank e o norueguês Norges Bank, também anunciaram subidas das taxas mais moderadas em dezembro, insinuando, no entanto, outros ajustes nos próximos meses.

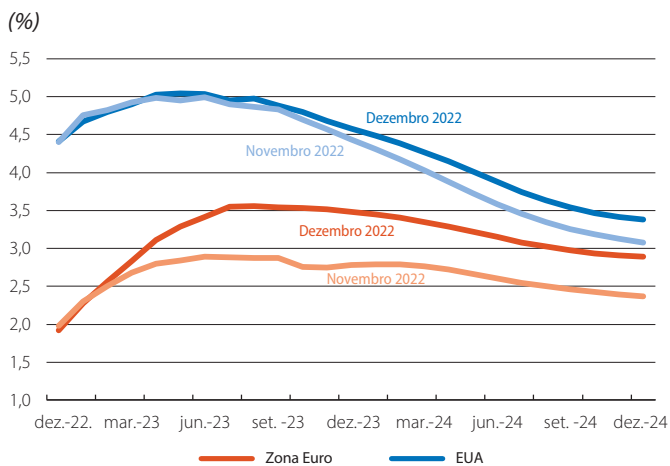
A Fed também aponta para mais aumentos, embora os investidores duvidem. Na mesma linha, a Reserva Federal aumentou as taxas de juro oficiais também em 50 p.b. para o intervalo de 4,25%-4,50% e anunciou novas subidas durante 2023. Em particular, de acordo com o publicado no gráfico de previsões (*dot plot*) a maioria dos membros do FOMC estima que será necessário aumentar as taxas oficiais em 75 p.b. para o intervalo de 5,00%-5,25%, ligeiramente superior ao esperado em setembro e muito acima do previsto há um ano. O anúncio

Variáveis financeiras selecionadas



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

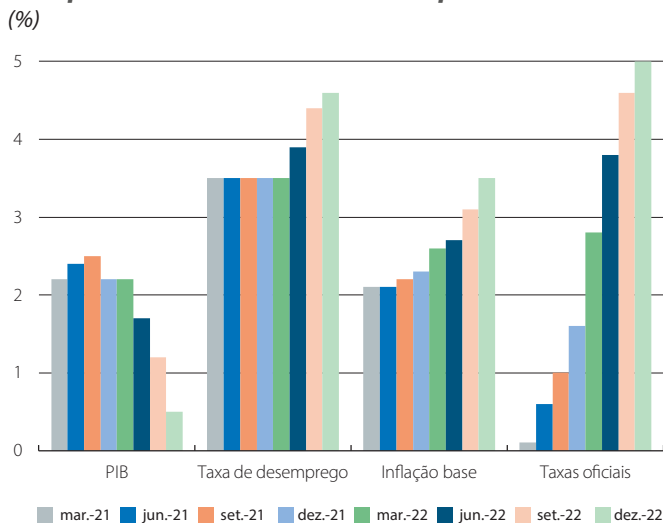
Expectativas sobre as taxas de juro de referência da Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre o EFFR e a taxa OIS da zona euro derivados a partir de curvas de juro de mercado.

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

Fed: previsões macroeconómicas para 2023



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Reserva Federal.

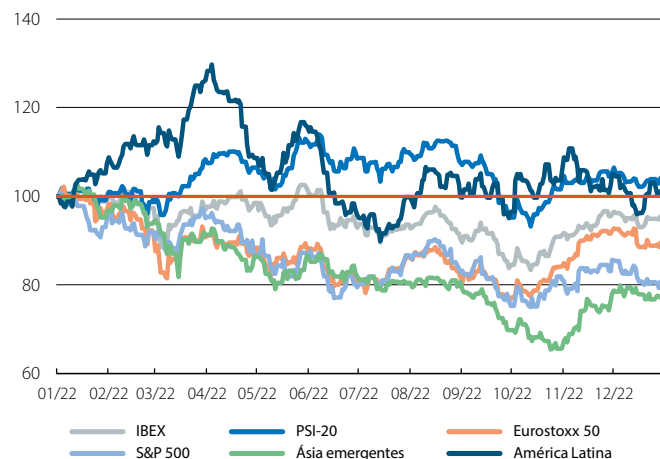
esteve em conformidade com o que já tinha sido anunciado nas mensagens dos membros do FOMC e, portanto, não alterou significativamente as expectativas dos investidores relativamente à evolução das taxas oficiais. De facto, os mercados monetários continuam a cotar que o ciclo de redução de taxas começará, provavelmente, na segunda metade do ano. Por seu turno, e apesar da menor apetência pelo risco, o dólar manteve-se praticamente estável em dezembro; face ao euro mantém-se em cerca de 1,06, o nível mais alto desde o verão e afastado da paridade que caracterizou os últimos meses. Entretanto, o iene japonês apresentou uma valorização acentuada no mês após a inesperada decisão do Banco do Japão em flexibilizar alguns dos parâmetros da sua política de controlo da curva de taxas soberanas (*yield curve control*) com um aumento do limite superior aplicado ao rendimento dos títulos públicos a 10 anos de 0,25% para 0,50%.

Perdas avultadas na bolsa. Neste contexto, o rali outonal sofrido pelo rendimento variável desvaneceu e os principais índices bolsistas encerraram o ano em negativo. Nas economias avançadas, os índices americanos lideraram as descidas (S&P 500 -6% em dezembro e -20% no ano), seguindo-se os europeus (EuroStoxx50 -4% e -12%, respetivamente), onde a composição setorial dos índices mais defensiva do que nos EUA (ou seja, menos sensível ao ciclo económico), amorteceu as quedas do agregado anual. Nas economias emergentes, as perdas também foram elevadas, com as bolsas chinesas a cair cerca de 20%, num contexto de menor crescimento económico e de deterioração dos fluxos de investimento das carteiras estrangeiras. Relativamente ao novo ano, o consenso dos analistas prevê um menor crescimento dos lucros empresariais nos EUA e na Europa, como resultado do enfraquecimento da procura agregada e da extensão das taxas de juro restritivas, o que pode diminuir o efeito positivo da reabertura da China.

Os preços da energia estabilizam. Ao contrário do que aconteceu durante uma boa parte do ano, os preços da energia estabilizaram em dezembro e durante as primeiras sessões de janeiro. O preço do gás natural europeu caiu para valores de 2021 devido a temperaturas mais amenas do que o esperado no hemisfério norte e ao elevado nível de reservas de gás na Europa, o que atenuou os riscos de racionamento dos fornecimentos. Além disso, em dezembro, a UE acordou a fixação de um preço máximo para o gás, que será ativado se, durante pelo menos três sessões consecutivas, o preço do gás (TTF holandês) exceder os 180 euros por MWh e se o diferencial relativo aos preços do gás natural liquefeito exceder os 35 euros. Por sua vez, o preço do petróleo de Brent caiu no início de janeiro para 80 dólares por barril com a combinação do aumento da produção nos EUA e na Nigéria e as dúvidas sobre o possível enfraquecimento da procura face ao aumento das infeções por COVID na China. O anúncio da Rússia sobre a redução do bombeamento de petróleo em 6% durante 2023 e a proibição das exportações para os países que impuseram o limite de preços ao seu crude quase não teve impacto no preço.

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2022)

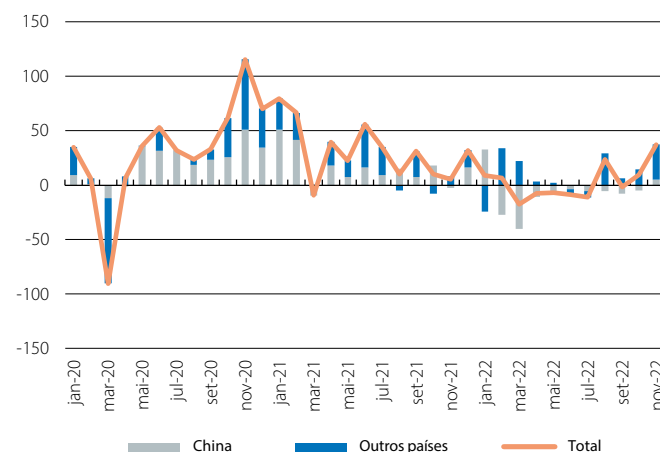


Nota: Dados a 31 de dezembro.

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

Fluxos líquidos de capital para economias emergentes

(Milhares de milhões de dólares)

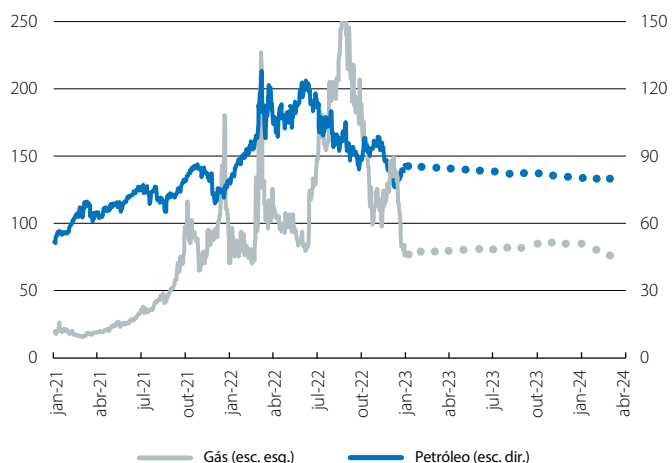


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços do gás e do petróleo

(€/MWh)

(\$/barril)



Notas: Gás Natural TTF e petróleo Brent. Os pontos destacam os preços dos contratos futuros de gás e petróleo para os meses de janeiro de 2023 até abril de 2024 no fecho a 30 de dezembro de 2022

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

A redução do balanço do BCE em 2023

O balanço do BCE atingiu quase 70% do PIB da Zona Euro em meados de 2022, um aumento muito substancial em relação ao que era a sua dimensão habitual antes do início da compra de ativos em grande escala e a concessão de empréstimos a longo prazo (por exemplo, 20% no final de 2014). Com estas medidas não convencionais, a Zona Euro tem vivido durante anos num ambiente de taxas de juros muito baixas. Até que, em 2022, o BCE aumentou os seus juros oficiais em 250 p. b. entre julho e dezembro. Em 2023, não só estes aumentos de juros continuarão, como também o BCE reduzirá a dimensão do balanço. Como funcionará esta redução e que consequências poderá ter sobre a dívida soberana?

Duas alavancas para reduzir o balanço: TLTRO-III e APP

No final de 2022, o balanço do BCE já tinha sido reduzido em cerca de 10% devido a uma série de reembolsos antecipados de empréstimos TLTRO-III,¹ após as suas condições terem sido reajustadas em outubro de 2022. O TLTRO-III continuará a cair em 2023, tanto devido a novos reembolsos antecipados como, de forma mecânica, devido ao vencimento dos próprios empréstimos. Isto será adicionado à redução da carteira de obrigações adquiridos, desde 2015, ao abrigo do programa APP. O APP representa quase 40% do balanço do BCE² e consiste, na sua maioria (80%), em títulos da dívida soberana de países da Zona Euro. Embora o BCE já não faça compras líquidas desde julho de 2022, a dimensão dos ativos no balanço manteve-se até agora estável devido a reinvestimentos: quando um título detido pelo banco central vence, o mesmo utiliza os pagamentos recebidos para comprar novos títulos a fim de manter a carteira constante. No entanto, a 15 de dezembro do ano passado, foi anunciado que estes reinvestimentos estavam a chegar ao fim: entre março e junho de 2023, o BCE deixará vencer 15 mil milhões de euros (em média por mês) sem o reinvestir, ou seja, reduzirá os reinvestimentos em quase 50% (ver primeiro gráfico).

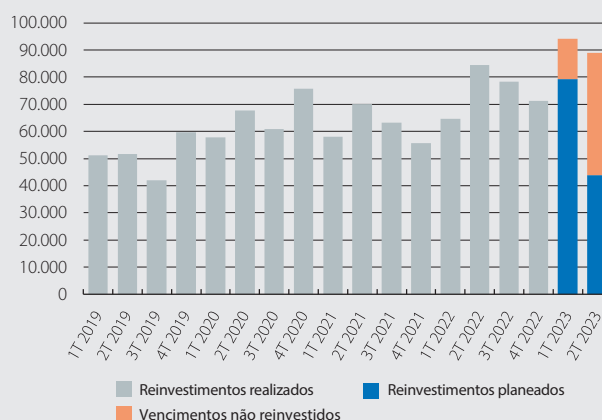
A partir de junho de 2023, o BCE ajustará gradualmente este marco de referência de 15 mil milhões e, num contexto de aperto monetário, pode esperar-se que o limiar seja aumentado até que os reinvestimentos sejam reduzidos a zero. Isto, juntamente com outros reembolsos TLTRO-III, poderia reduzir o balanço do BCE em 15% em 2023 ou, por outras palavras, reduzi-lo para 50% do PIB da Zona Euro, ainda acima dos níveis pré-pandémicos (ver segundo gráfico).³

1. Os TLTROs são empréstimos a longo prazo concedidos pelo BCE ao sector bancário.

2. O outro grande programa de aquisições, o PEPP, lançado na pandemia, é responsável por 20%. No total, sob o PEPP e APP, os títulos soberanos detidos pelo Eurosistema aumentariam para 4,2 biliões de euros até ao final de 2022.

3. Esta projeção assume que o BCE reduzirá os reinvestimentos do APP para 30% no 3T 2023 e 0% no 4T 2023. Isto explica 20% do decréscimo previsto no balanço. Quanto aos TLTRO-III, responsáveis pelos restantes 80%, a redução calculada apenas prevê o reembolso de todos os empréstimos com vencimento em 2023 (que são a maioria).

BCE: vencimentos e reinvestimentos do APP (Milhões de euros)



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

BCE: dimensão do balanço (% do PIB da Zona Euro)



Nota: Para 2023, são apresentadas estimativas baseadas em previsões do próprio PIB, fn de reinvestimentos da APP e reembolsos das TLTRO-III.

Fonte: BPI Research, estimativas próprias baseadas em dados do BCE.

Consequências: necessidades de financiamento e taxas de juro

A expansão do balanço fez do BCE um interveniente importante no mercado de obrigações e, além disso, foi acompanhada por taxas de juros mais baixas. Assim, a sua redução em 2023 levanta a questão do impacto que pode ter nas necessidades de financiamento do tesouro e nas taxas de juro.

Com base na projeção do balanço acima, podemos comparar as necessidades de financiamento dos tesouros nacionais entre 2022 e 2023. A principal diferença entre os dois anos é que, em 2022, o BCE ainda efetuava aquisições líquidas ao abrigo dos programas APP e PEPP, absorvendo assim tanto as necessidades brutas (com reinvestimentos) como as necessidades líquidas de financiamento. Pelo contrário, em 2023, o BCE não só não fará aquisições líquidas, como, ao reduzir os reinvestimentos, deixará de cobrir parte das emissões que têm lugar para efeitos de

amortização. Como mostra o terceiro gráfico, face à retirada do BCE, os tesouros terão de aumentar as suas emissões colocando-as em outros agentes.⁴ O impacto não é negligenciável, mas permite números controláveis. Por exemplo, as necessidades líquidas de financiamento no mercado espanhol mantêm-se em 5% do PIB, acima da média de 2015-2019 (-1,3%, com um BCE muito ativo na compra de dívida e um défice não tão elevado), mas abaixo das necessidades médias em 2008-2014 (6,9%). Além disso, deve ter-se em conta que em 2023 o BCE ainda estará muito presente nos mercados através de reinvestimentos PEPP, bem como o bom historial de colocações de emissões que os tesouros têm mantido nos últimos anos, que não têm estado propriamente livres de volatilidade.

Por sua vez, o aumento das necessidades de colocação de dívida pode exercer alguma pressão sobre as taxas de juros do mercado. Para avaliar esta pressão, usamos o nosso modelo de taxa de juros macro ou de *Fair Value*.⁵ O conceito por trás destes modelos é que a taxa de juros da dívida pública dependa dos fundamentos macroeconómicos do país em questão e do contexto global. Por exemplo, a capacidade de pagar depende do nível de endividamento, das expectativas sobre o excedente ou défice público e do crescimento futuro da economia. A situação da economia europeia como um todo também determina a política monetária definida pelo BCE, que influencia todo o conjunto de taxas de juros. Com estes componentes, e a partir das relações históricas entre eles, podemos estimar a taxa de juro soberano consistente com os fundamentos macroeconómicos.^{6,7} Esta «taxa macro» permite-nos estudar a sensibilidade das taxas de juros a alterações no cenário, tais como uma deterioração das perspetivas de crescimento ou, como no caso presente, uma redução da dívida soberana detida pelo Eurosistema. De acordo com este exercício, o fim dos reinvestimentos da APP deveria pressionar as taxas de juros soberanos em 2023, tanto nas economias centrais como periféricas da Zona Euro.

Em geral, a análise sugere que, em 2023, a redução do balanço do BCE acompanhará, em vez de intensificar, o

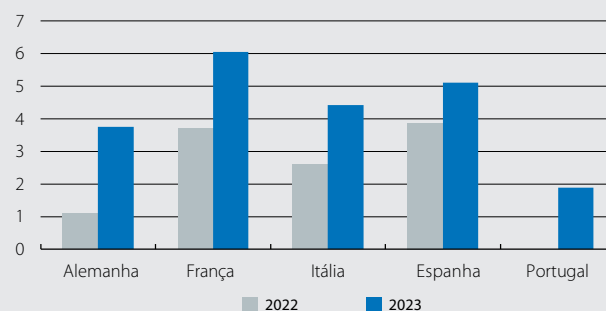
4. Em contraste com os outros países, a tensão na Alemanha e França é acentuada pelo aumento dos défices públicos.

5. Ver Focus «A fragilidade macroeconómica das taxas de juros» no IM10/2020.

6. Estimamos regressões individuais para as taxas soberanas a 10 anos da Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália, Holanda e Portugal com as seguintes variáveis explicativas: expectativas para a Euribor a 3 meses, o crescimento real do PIB e a inflação, o rácio da dívida pública em relação ao PIB, um indicador de volatilidade da bolsa, a taxa soberana dos EUA a 10 anos, as compras de ativos que o BCE acumulou no seu balanço desde 2015 e um indicador de tensão na Zona Euro (uma variável binária que equivale a 1 se um prémio de risco soberano se tornar significativamente tenso).

7. O impacto estimado é parcial. Por outras palavras, considera o efeito direto de uma redução dos títulos detidos pelo BCE, mas não o efeito indireto que isto pode ter nas condições financeiras globais ou nas perspetivas do PIB e da inflação. Também não prevê efeitos de repercussão de reembolsos do TLTRO-III.

Tesouros da UE: emissão de títulos líquidos $\pm$ BCE* (% do PIB)

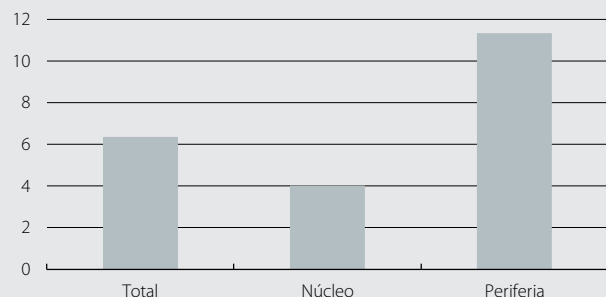


Notas: * Emissão líquida de amortizações. Em 2022, as compras líquidas do BCE são descontadas (QE de PEPP + APP) e em 2023 os prazos de vencimento dos títulos da carteira do BCE que não serão reinvestidos são adicionados (QT de APP). O BCE começa a reduzir a carteira da APP em março de 2023 e reduz os reinvestimentos para 55% até junho (como anunciado), supondo-se que caiam para 30% nos próximos três meses e depois para 0%.

Fonte: BPI Research, com base em estimativas e dados próprios do Tesouro nacional, Bloomberg e AMECO.

Zona Euro: impacto do QT sobre os juros soberanos a 10 anos

(p. b.)



Notas: O total corresponde à média avaliada da Alemanha, Áustria, Bélgica, França, Holanda (núcleo), e Espanha, Irlanda, Itália e Portugal (periferia). Estimativas baseadas em modelos da taxa de juros a 10 anos *Fair Value* para cada país, de acordo com as condições financeiras mundiais, a política monetária convencional e não convencional do BCE, os rácios da dívida pública, e as expectativas de crescimento e inflação. O impacto é estimado como a diferença entre o *Fair Value* com QT e sem QT.

Fonte: BPI Research, estimativas próprias baseadas em dados da Refinitiv, BCE, Eurostat e Consensus Economics.

aperto das condições monetárias desencadeado pelos aumentos dos juros oficiais. E, enquanto a experiência de outras instituições, tais como o Fed dos EUA, mostra que episódios de volatilidade do mercado podem ocorrer com a retirada dos bancos centrais,⁸ também torna claro que as autoridades monetárias dispõem dos instrumentos necessários para restabelecer o bom funcionamento dos mercados, se necessário.

8. Ver o caso do mercado *repo* dos EUA em setembro de 2019. Anbil, Sriya, Alyssa Anderson, e Zeynep Senyuz (2020). «What Happened in Money Markets in September 2019?». FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Sobre a incerteza da taxa de juro neutra

A intensificação das pressões inflacionistas no contexto da COVID-19 e da invasão da Rússia à Ucrânia, deu lugar ao ajustamento mais restritivo da política monetária dos países desenvolvidos desde a década de 1980, com subidas das taxas oficiais de aproximadamente 300 p.b. e a cessação dos programas de compras líquidas de ativos.

Apesar do que já foi anunciado, a verdade é que ainda há muita incerteza quanto ao nível das taxas oficiais, tanto no ciclo de subida de taxas atual, como a longo prazo. Na Zona Euro, o BCE antecipou que subirá as taxas oficiais até à «zona restritiva», ou seja, acima do nível que não estimularia, nem contrairia a economia, ou taxa neutra, como é habitualmente denominada. Por sua vez, nos EUA estima-se que as taxas oficiais já se encontrem nestes níveis restritivos e espera-se que a Fed as continue a subir nos próximos meses, ainda que a um ritmo mais lento.

Considerando o seu papel de referência nos mercados financeiros e na economia em geral, perguntamos neste Focus, o que é e em que nível se situa a tão mencionada taxa neutra?

Estimativa da taxa neutra

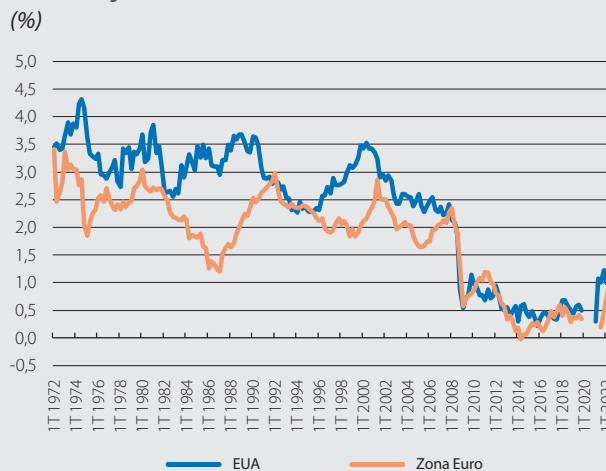
De acordo com a teoria económica, a taxa de juro neutra é a taxa que equilibra a procura agregada de uma economia com a sua oferta agregada ou, por outras palavras, a taxa de juro fixada pelo banco central que permitiria à economia operar em pleno emprego e com estabilidade de preços.

Aprofundando esta definição, é oportuno sublinhar que a estabilidade de preços é habitualmente associada, de acordo com os estatutos dos bancos centrais dos países desenvolvidos, a uma inflação que flutua em torno de 2,0% em termos homólogos anuais. Além disso, alcançar o pleno emprego exigiria utilizar todos os recursos disponíveis na economia, ou seja, que o PIB cresça de acordo com o seu potencial de longo prazo e que o diferencial de produção (*output gap*) seja inexistente.

Deste modo, a definição de taxa de juro neutra está estreitamente ligada à capacidade produtiva de cada economia e, consequentemente, à evolução dos fatores de produção (como a mão de obra, o capital ou o progresso tecnológico) que determinam o crescimento potencial.¹ Assim, é de esperar que os países com um crescimento potencial mais elevado (por exemplo, devido a uma maior inovação tecnológica ou a dinâmica demográficas mais favoráveis) tenham uma taxa neutra mais alta.

1. Para mais informações sobre o PIB potencial e os seus determinantes, ver o artigo «PIB potencial e diferencial de produção: o que medem e de que dependem?» no Dossier do IM05 /2013.

Taxa de juro real neutra *



Nota: * Devido à extraordinária volatilidade do PIB real durante a COVID-19, não são apresentadas estimativas entre o 1T 2020 e o 4T 2020 para os EUA e entre o 1T 2020 e o 2T 2021 para a Zona Euro.

Fonte: BPI Research, a partir de Holston, K. et al. (2017).

Contudo, ao contrário de outras variáveis macroeconómicas, o PIB potencial e, por conseguinte, a taxa de juros neutra, não são observáveis, pelo que têm de ser estimados. Para os EUA, o votante médio do FOMC coloca a taxa neutra (nominal) em cerca de 2,5%, ainda que com um intervalo de estimativa entre 2,3% e 3,3%, de acordo com as previsões mais recentes (*dot plot*).² Por sua vez, as taxas implícitas do mercado monetário são cotadas a uma taxa (nominal) que converge para 3,0% no longo prazo. Não obstante, estas estimativas são ligeiramente inferiores às sugeridas por um modelo utilizado pela Fed de Nova Iorque, conhecido como Holston-Laubach-Williams (HLW), um modelo que permite captar as flutuações de curto prazo na taxa neutra real.³ Utilizando a fonte aberta deste modelo,⁴ estimamos que a taxa neutra real nos EUA tenha fechado o 3T 2022 em 1,4%, o que seria compatível com uma taxa nominal de equilíbrio de cerca de 3,5% (ver o primeiro gráfico).

Para a Zona Euro, por outro lado, os membros do BCE consideraram estimativas de uma taxa neutra (nominal) de, aproximadamente, 2,0%, ainda que a própria presidente Christine Lagarde tenha alertado para o elevado nível de incerteza desta estimativa. De facto, algumas vozes do Conselho de Governadores salientaram que é provável

2. Ver «Summary of Economic Projections» de dezembro de 2022.

3. Este modelo utiliza um filtro de Kalman a partir de estimativas do crescimento potencial e do diferencial de produção. O modelo utiliza séries trimestrais do PIB real, a inflação subjacente e as taxas de juro monetárias como ponto de partida. Para informações mais detalhadas, ver Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. (2017). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants». *Journal of International Economics*.

4. Ver <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>.

que a taxa neutra tenha aumentado este ano, o que reflete um diferencial de produção positivo face ao desequilíbrio entre a procura e a oferta no contexto da guerra na Ucrânia. Nesta linha, as taxas implícitas dos mercados monetários são cotadas a uma taxa nominal de longo prazo que converge em torno dos 2,5%.

Para comprovar esta hipótese, replicamos o modelo HLW para a Zona Euro, com base no algoritmo publicado pela Fed. O modelo sugere que a taxa neutra real da Zona Euro subiu desde, aproximadamente, 0,0% no período anterior à pandemia até 1,0% no 3T 2022 (ver o primeiro gráfico), consistente com uma taxa nominal de equilíbrio de 3,0%. De acordo com este modelo, o *output gap* na economia do euro tem vindo a aumentar, situando-se em cerca de 3,0% do PIB potencial no 3T 2022, o mais alto desde o início da série (1972).

Mas: equilíbrio de curto ou longo prazo?

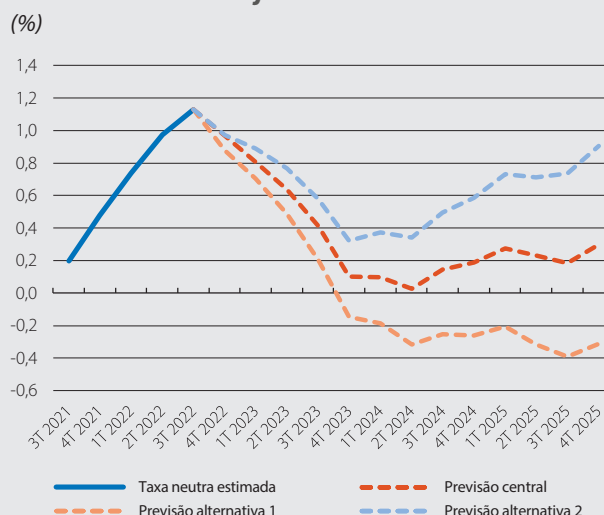
Tal como os próprios autores salientam, a utilidade do modelo HLW baseia-se na sua capacidade de fazer estimativas para cada período do nível da taxa neutra real que seria necessária para equilibrar a procura e a oferta agregadas. Ou seja, a taxa de juro real onde, em teoria, o PIB operaria no seu potencial (*output gap* = 0) e com estabilidade de preços.

Porém, mais do que operar de acordo com o seu potencial, as economias tendem a flutuar ao compasso do ciclo económico, com períodos onde se absorve a capacidade inutilizada e se cresce acima do potencial e outros onde sucede o oposto. Neste sentido, a estimativa de uma taxa neutra relativamente elevada este ano para os EUA e a zona euro indicaria a taxa de juro necessária para suprimir o desequilíbrio entre a oferta e a procura e, assim, reduzir as pressões em alta sobre os preços. Não deveria surpreender-nos que, neste contexto, os bancos centrais tenham decidido aumentar as taxas de forma tão contundente.

Ora, embora estas estimativas sejam particularmente úteis para entender as medidas de política monetária no contexto atual, o certo é que em tempos tão voláteis como estes não são indicativas da taxa de juro de equilíbrio a longo prazo, quando o crescimento económico converge para o seu potencial. De facto, ao alargar as estimativas utilizando as nossas previsões para a Zona Euro (crescimento, inflação e taxas de juro), o modelo iria sugerir que a taxa real de equilíbrio convergiria para o intervalo 0,0%-0,5%, ou seja, entre 2,0% e 2,5% em termos nominais.

O fator essencial nestas estimativas é o que se assume sobre a evolução do crescimento potencial, e este, por sua vez, inclui pressupostos sobre a força de trabalho (demografia e participação no mercado de trabalho), o *stock* de capital (e, consequentemente, o investimento) e a inovação tecnológica, entre outros fatores. Assim, num cenário alternativo em que o crescimento potencial correspon-

Zona Euro: taxa de juro real neutra *



Notas: * O cenário de previsão central é consistente com as nossas previsões de crescimento, inflação e taxas de juro para a Zona Euro. Os cenários alternativos 1 e 2 assumem que o crescimento potencial é metade (0,6%) e 1,5 vezes mais elevado (1,8%), respetivamente, do que o consistente com a nossa previsão (1,2%).

Fonte: BPI Research, a partir de Holston, K. et al. (2017) e previsões próprias para a Zona Euro.

de a metade da nossa previsão central (0,6% versus 1,2%), devido, por exemplo, a uma destruição permanente do capital físico ou a uma taxa de participação no mercado de trabalho estruturalmente mais baixa, a taxa real neutra situar-se-ia em cerca de -0,3%, ou seja, 1,7% em termos nominais. Em contraste, um crescimento potencial 1,5 vezes superior (1,8% versus 1,2%), produto, por exemplo, de um desenvolvimento tecnológico mais intenso ou de reformas estruturais de maior envergadura, resultaria numa taxa neutra mais elevada (ver o segundo gráfico).

Em suma, a taxa de juro neutra é um indicador de referência na orientação da política monetária, na evolução dos mercados financeiros e, em geral, na formação das expectativas dos agentes económicos. Esta estimativa, contudo, está envolta numa enorme incerteza, associada, entre muitos outros fatores, a pressupostos sobre a evolução da capacidade produtiva de cada economia. Atualmente, o contexto económico levou a taxa neutra para níveis mais elevados do que os observados nos últimos anos. Mais para a frente, contudo, o nível de convergência dependerá do otimismo de cada um no que respeita às perspetivas e à estrutura de crescimento a longo prazo.

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,50	2,00	50	250,0	250,0
Euribor 3 meses	2,13	1,97	16	270,4	270,2
Euribor 12 meses	3,29	2,83	46	379,2	379,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,60	2,18	42	324,0	322,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,76	2,13	64	338,4	336,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,57	1,93	64	274,8	268,9
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,66	2,95	72	309,8	306,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,59	2,88	71	312,1	307,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	4,50	4,00	50	425,0	425,0
Libor 3 meses	4,77	4,78	-1	455,8	455,8
Libor 12 meses	5,48	5,57	-9	489,9	489,9
Dívida pública a 1 ano	4,69	4,69	0	431,1	430,3
Dívida pública a 2 anos	4,43	4,31	12	369,4	365,8
Dívida pública a 10 anos	3,87	3,61	27	236,5	224,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	91	92	-1	42,7	43,0
Itraxx Financeiro Sénior	99	103	-4	44,4	44,4
Itraxx Financeiro Subordinado	172	185	-12	64,1	64,1

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,071	1,041	2,9	-5,8	-5,2
EUR/JPY (ienes por euro)	140,410	143,680	-2,3	7,3	7,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,885	0,863	2,6	5,2	5,6
USD/JPY (ienes por dólar)	131,120	138,070	-5,0	13,9	13,7

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	554,8	564,3	-1,7	-4,1	-4,1
Brent (\$/barril)	85,9	85,4	0,6	10,5	8,8
Ouro (\$/onça)	1.824,0	1.768,5	3,1	-0,3	1,3

Rendimento variável

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.839,5	4.080,1	-5,9	-19,4	-20,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.793,6	3.964,7	-4,3	-11,7	-12,4
Ibex 35 (Espanha)	8.229,1	8.363,2	-1,6	-5,6	-6,1
PSI 20 (Portugal)	5.726,1	5.862,7	-2,3	2,8	1,6
Nikkei 225 (Japão)	26.094,5	27.969,0	-6,7	-9,4	-9,4
MSCI emergentes	956,4	972,3	-1,6	-22,4	-22,5

O que podemos esperar em 2023?

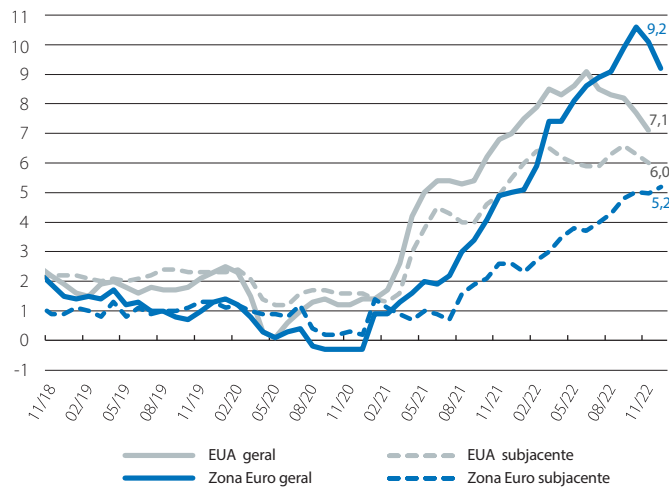
As chaves para 2023: inflação ainda elevada, taxas de juros crescentes e a presença de riscos geopolíticos. Deixámos para trás um 2022 que prometia um regresso à normalidade, mas que assistiu a uma série de episódios sem precedentes: a guerra na Ucrânia e a consequente crise energética, a inflação historicamente elevada e o fim abrupto da era das taxas de juros extremamente baixas. Estes elementos continuarão a moldar a economia em 2023, tendo a Zona Euro as perspectivas mais difíceis entre as principais economias avançadas. A inflação será também um dos maiores protagonistas este ano, visto que a sua evolução, especialmente a da componente central, determinará a ordem de trabalhos dos bancos centrais. Embora acreditemos que a inflação nas economias desenvolvidas irá baixar este ano, esta correção permanecerá incompleta e manterá a inflação nitidamente acima dos objetivos dos bancos centrais. Em qualquer caso, a incerteza com que 2023 se depara é muito elevada e a geopolítica continua a ser um elemento chave na evolução dos mercados financeiros e da economia, tendo a guerra na Ucrânia como um dos principais determinantes. Em suma, este ano, o cenário de perspectivas de crescimento são descendentes, ao passo que ainda não se pode descartar surpresas positivas na inflação.

Os EUA poderão resistir à recessão. Perante o aperto das condições financeiras, o ambiente global de incerteza e a erosão do poder de compra causada pela inflação, a economia dos EUA enfrenta um ano de menor dinamismo e crescimento modesto, como os últimos indicadores de sentimento têm vindo a apontar (por exemplo, em dezembro, o PMI composto situou-se novamente em cerca de 45 pontos). Contra a sensibilidade do investimento à subida das taxas da Fed, a resiliência do consumo privado e do mercado de trabalho será fundamental. De facto, o mercado de trabalho permanece robusto e mostra sinais de uma flexibilização gradual. Dessa forma, os últimos dados disponíveis (dezembro) mostram 223.000 novos empregos criados, em comparação com uma média de quase 400.000 até agora em 2022, enquanto a taxa de vagas por desempregado se encontra em 1,7, um nível elevado mas moderado a partir de um máximo histórico de 2,0. Outra questão fundamental será se a flexibilização das restrições do mercado de trabalho se traduz numa moderação do crescimento dos salários, que se mantém a níveis desconfortáveis para as metas de inflação da Fed, como os próprios representantes assinalaram em dezembro (por exemplo, os salários por hora continuaram a avançar cerca de 5% nos últimos meses). Em geral, esperamos um abrandamento significativo da economia em 2023, para taxas de cerca de 1%. Esta dinâmica económica mais fraca ajudará a abrandar o avanço da inflação que, no final de 2022, ainda estava em declínio em relação aos máximos do verão, mas permaneceu persistente nos preços das componentes *core* (inflação de 7,1% em novembro e inflação subjacente de 6,0%).

A Zona Euro foi desafiada a avançar sem o gás russo. Ao contrário dos EUA, a maior parte dos indicadores sugere que a Zona Euro não conseguirá evitar entrar em recessão durante os meses de inverno, embora também assinalem que deve ser de baixa intensidade. Por exemplo, em dezembro, os índices compostos

EUA e Zona Euro: inflação

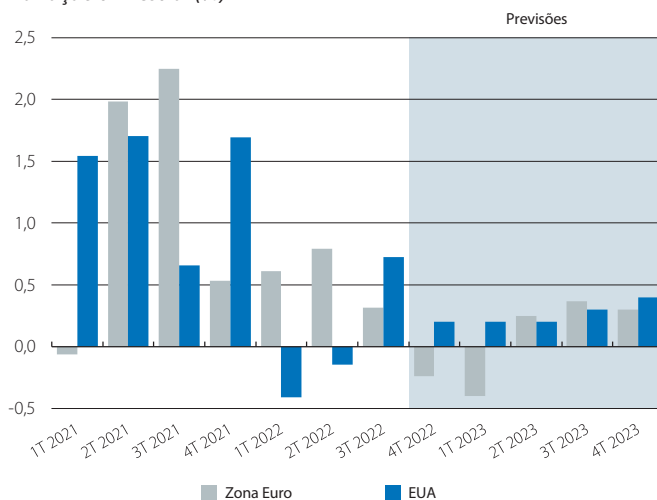
Variação homóloga (%)



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

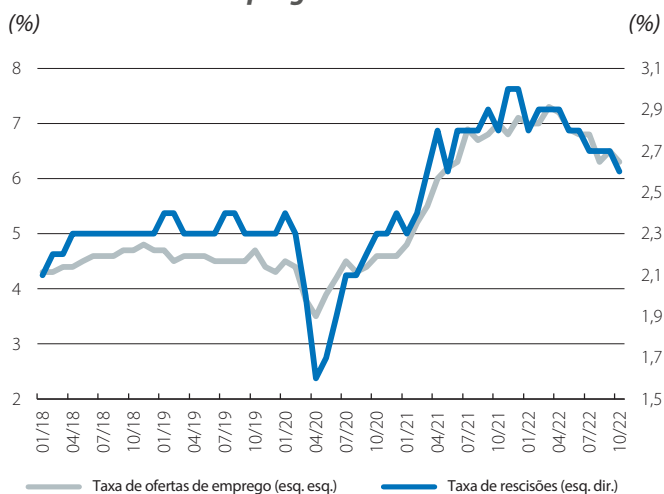
Internacional: PIB

Variação trimestral (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Refinitiv.

EUA: ofertas de emprego e rescisões *



Notas: * Taxa de rescisões = número de rescisões / nível de emprego x 100. Taxa de vagas = número de vagas / (emprego + número de vagas) x 100.

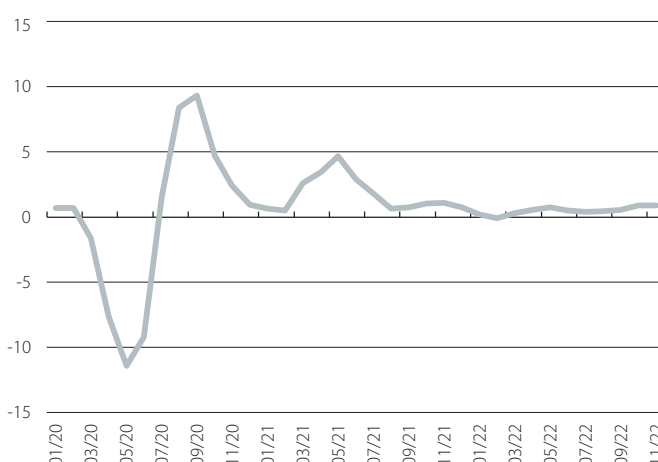
Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics.

do PMI para a Zona Euro e as suas principais economias permaneceram na zona de contração pelo sexto mês consecutivo, mas melhoraram de forma generalizada (49,3 pontos para a Zona Euro no seu conjunto, contra um mínimo de 47,3 em outubro). Contudo, há vários elementos que apontam para um cenário complexo para além da retração económica mais imediata. Em primeiro lugar, após o inverno, os inventários de gás terão sido significativamente reduzidos e a tarefa de os reconstituir, com quase nenhum abastecimento russo, torna-se mais complicada. É portanto viável que a atual tendência de poupança no consumo de gás, tanto nos agregados familiares como nas empresas, seja acentuada, a fim de evitar um inverno «crítico» em 2023-2024 (o consumo terá sido reduzido em 20% até novembro, em comparação com a média de 2017-2021, segundo o Eurostat). Por outro lado, a inflação, embora em declínio, continuará elevada e acima do objetivo do BCE, de modo que se pode esperar que a instituição monetária continue a apertar a política monetária em 2023 (com taxas superiores a 3%, conforme as expectativas do mercado no final do ano). Além disso, o impulso fiscal dos últimos anos reduziu a margem de manobra das contas públicas, e em 2023 apontam para uma certa «normalização» com vista à reativação em 2024 do Pacto de Estabilidade e Crescimento, enquanto se aguarda a reforma durante este ano para se adaptar aos «novos tempos» (ver Focus «A UE, em busca das regras fiscais perdidas» no IM12/2022). No entanto, a resiliência que o mercado de trabalho continua a demonstrar (taxa de desemprego de 6,5% em novembro), uma taxa de poupança ainda acima da sua média de longo prazo e uma melhor posição de partida, graças a um 2022 mais sólido do que o esperado (crescimento do PIB superior a 3,0%), permite-nos ser moderadamente otimistas. Assim, em 2023 prevemos um crescimento médio do PIB de cerca de 0,2%. Porém, a elevada incerteza do ambiente atual e a grande exposição da região a uma escalada do conflito na Ucrânia, introduzem riscos evidentes para o crescimento e riscos ascendentes para a inflação.

A China terá uma «abertura» difícil. O governo chinês terminou o ano cessando a sua política de COVID zero e permitindo a abertura da economia. No entanto, esta decisão está longe de desbravar o cenário para o gigante asiático. O país experiencia uma explosão de casos COVID e uma pressão crescente sobre o sistema de saúde, num contexto de taxas de vacinação demasiado baixas. Isto levanta dúvidas sobre o quão permanente poderá ser o levantamento de restrições e, em qualquer caso, sugere que a mobilidade efetiva levará tempo a normalizar-se. Por outro lado, a aprovação nos EUA, em julho de 2022, da CHIPS and Science Act, que visa restaurar a sua liderança na tecnologia e produção de chips, terá um impacto direto na economia chinesa. Outras medidas incluem disposições para impedir a China de aceder diretamente à ciência e tecnologia dos EUA, o que poderia subtrair quase 0,3 p. p. do crescimento do PIB da China em 2023, conforme as estimativas de alguns analistas. Além disso, o sector de construção da China continuará com dificuldades em 2023, enquanto as exportações enfrentarão ventos de proa do abrandamento da atividade económica global.

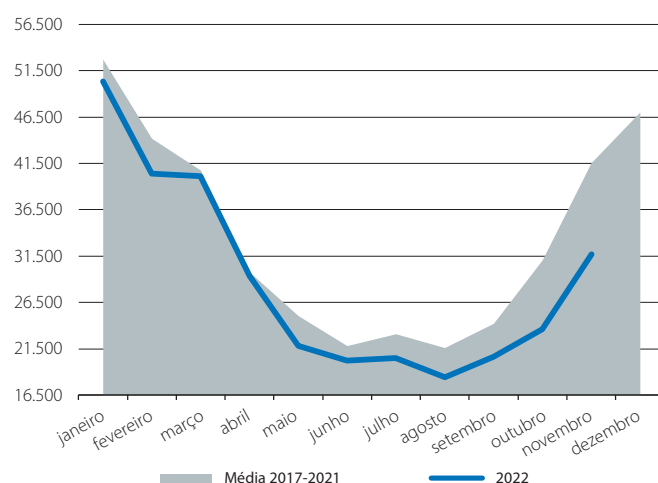
EUA: consumo pessoal

Variação da média trimestral ao longo dos três meses anteriores (%)



UE: consumo de gás natural

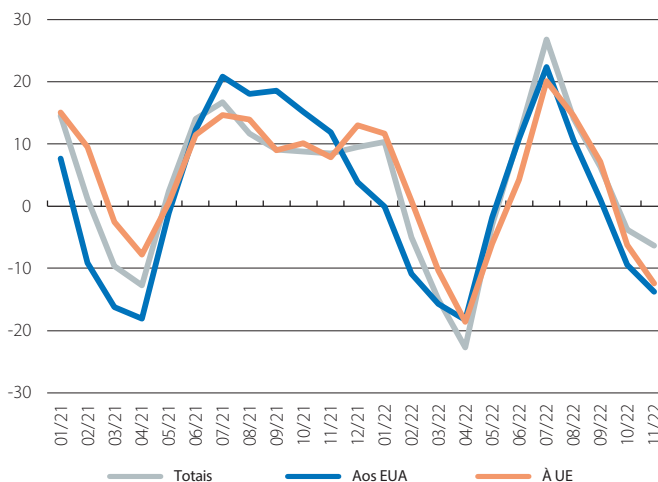
(Milhões de m³)



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

China: exportação de mercadorias

Alteração da média trimestral ao longo dos três meses anteriores (%)

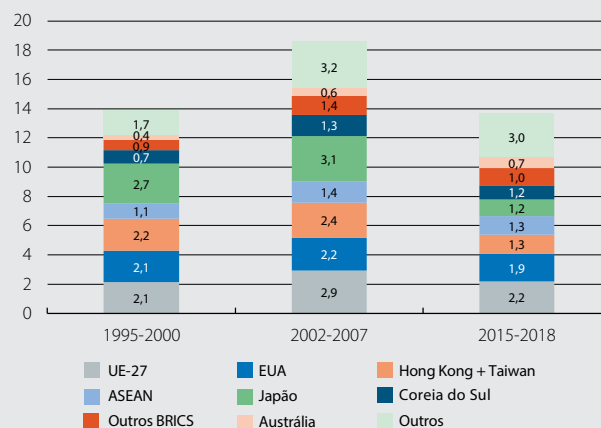


Fonte: BPI Research, com base em dados da Refinitiv.

UE e China: mapas de uma interdependência estratégica II

A China é a principal origem das importações do bloco europeu e representa um pouco mais de 20% do total de importações de bens da UE. Não é por isso surpreendente que o grau de dependência da China seja muito significativo em alguns setores europeus. Utilizando os dados detalhados baseados em tabelas *input-output* internacionais, que permitem identificar a origem e o destino exatos de cada bem e serviço transacionado ao longo da cadeia de valor, podemos analisar a composição real da procura final e das exportações de cada país ou região. Em termos agregados, constatamos numa anterior edição da publicação Focus¹ que a procura final europeia inclui 2% de bens e serviços chineses e uma dependência que atinge 6% na indústria, onde se destacam setores como o têxtil e a eletrónica. Invertamos agora a pergunta: Quanto depende a China da UE?

Procura final da China com origem no exterior (% da procura final)



Nota: Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC, em 2001), 2002-2007 (depois da entrada da China na OMC, pré-crise financeira) e 2015-2018 (os anos mais recentes). São utilizadas as informações da mais recente atualização dos dados TIVA da OCDE.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados TIVA da OCDE (novembro de 2021).

Valor acrescentado da procura final da China originado no exterior (% da procura final da China)

	UE-27			EUA			ASEAN			Japão			Outros BRICS			Coreia do Sul			Austrália		
	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007
TOTAL	2,2	2,1	2,9	1,9	2,1	2,2	1,3	1,1	1,4	1,2	2,7	3,1	1,2	0,7	1,3	1,0	0,9	1,4	0,7	0,4	0,6
Agricultura	1,3	0,6	1,0	1,7	0,9	1,6	1,2	0,5	1,0	0,5	0,6	0,9	2,0	0,3	1,1	0,5	0,3	0,4	0,6	0,4	0,5
Mineração	1,7	1,6	1,9	1,5	1,3	1,2	1,7	1,0	1,2	0,8	1,8	1,7	2,3	1,0	1,4	0,7	0,5	0,7	1,9	0,3	0,6
Indústrias	3,7	3,3	4,8	2,6	2,9	3,2	1,8	1,4	2,1	2,1	4,2	5,3	1,5	1,0	1,6	1,8	1,5	2,5	0,9	0,4	0,6
Alimentação	1,9	1,2	1,5	1,7	1,5	1,7	1,6	1,3	1,6	0,6	1,2	1,2	1,7	0,8	1,3	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	0,5
Têxtil e vestuário	2,7	2,0	2,8	1,5	2,1	1,8	2,4	1,4	1,6	1,1	4,8	3,5	1,7	0,7	1,2	1,0	3,5	2,3	0,4	0,5	0,4
Madeira e papel	2,5	3,2	3,9	2,3	3,5	3,0	1,9	4,6	2,8	1,3	3,2	3,5	2,0	1,3	2,4	0,8	1,8	1,3	0,9	0,6	0,9
Coque e ref. de petróleo	1,6	2,2	2,2	2,7	4,2	2,3	3,4	4,8	3,2	0,8	2,0	1,5	5,0	2,4	3,2	0,9	1,1	1,3	2,0	0,8	1,3
Química e farmacêutica	4,6	1,8	3,0	2,7	2,1	2,4	1,2	1,2	1,6	1,2	2,5	2,8	1,3	0,8	1,4	0,9	1,1	1,3	0,7	0,3	0,5
Borrachas e plásticos	4,6	2,6	4,3	2,4	2,6	3,0	2,1	1,7	2,8	2,7	4,1	5,4	1,8	1,0	1,8	2,1	1,9	2,2	0,8	0,4	0,6
Outros minerais não metálicos	2,3	2,2	3,6	1,3	1,8	2,2	1,3	1,2	1,7	1,3	3,0	4,0	1,5	0,9	1,5	0,8	1,1	1,4	0,9	0,3	0,4
Metais	3,4	3,7	5,9	1,7	2,4	2,3	1,1	1,1	1,5	1,5	4,1	4,5	1,9	1,9	3,2	1,1	1,4	2,2	1,7	0,7	1,3
Computadores e bens eletrónicos	3,8	5,3	5,4	4,0	5,9	6,9	4,4	2,5	5,8	4,9	11,5	12,9	1,0	0,7	1,0	9,0	3,1	9,0	0,7	0,3	0,5
Produtos elétricos	3,6	3,3	5,0	2,1	2,3	2,4	1,7	1,2	1,9	2,9	5,5	6,9	1,6	1,2	2,2	2,1	1,4	2,2	1,5	0,5	1,0
Maquinaria	5,1	7,3	8,9	2,4	3,5	3,2	1,4	1,2	1,6	3,6	7,2	7,2	1,3	1,3	2,1	2,2	1,6	2,2	1,1	0,4	0,8
Veículos a motor e reboques	4,8	2,9	4,8	2,2	1,7	1,8	1,0	0,6	0,9	2,5	3,3	4,9	1,0	0,7	1,2	1,3	0,7	1,7	0,8	0,2	0,5
Outros equipamentos de transporte	9,0	12,2	11,4	11,2	16,8	11,7	1,3	1,1	1,4	2,4	5,3	6,5	1,9	2,5	3,5	1,6	1,6	1,9	0,8	0,3	0,6
Outras indústrias	3,3	4,6	5,0	2,4	4,6	3,8	2,4	2,4	2,2	1,6	3,6	3,2	2,2	1,9	2,6	1,0	2,5	1,7	0,9	0,5	0,7
Serviços	2,1	2,2	2,8	2,1	2,9	2,6	1,4	1,2	1,4	1,1	2,5	2,7	1,0	0,7	1,0	0,7	0,8	1,2	0,5	0,5	0,5
Serviços comerciais	2,6	2,6	3,7	2,3	2,8	3,3	1,2	1,2	1,8	1,3	3,9	4,9	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	1,3	0,6	0,5	0,6
Logística	4,6	3,2	5,1	3,6	3,3	2,9	2,9	1,7	1,9	2,2	2,9	3,7	2,0	1,2	1,5	1,2	1,0	1,5	1,3	0,7	0,9
Restauração	3,1	2,1	1,8	4,9	6,4	2,6	3,1	2,5	1,5	2,6	1,2	1,3	1,8	1,1	1,0	0,9	0,8	0,6	1,2	1,3	1,0
Informação e comunicação	2,6	2,9	3,4	2,4	3,7	3,0	1,8	1,7	2,0	1,0	4,1	3,6	2,2	0,8	2,1	1,4	1,2	2,1	0,4	0,4	0,5
Financeiro	0,7	1,0	1,5	1,8	2,7	3,3	0,9	0,6	1,0	0,2	1,1	1,3	0,3	0,3	0,6	0,2	0,4	0,9	0,2	0,1	0,2
Imobiliário	0,5	0,7	0,9	0,4	0,8	0,7	0,3	0,4	0,5	0,2	0,8	0,8	0,2	0,2	0,4	0,1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1
Outros serviços	2,5	3,4	4,9	1,8	3,0	4,0	1,4	1,3	1,9	1,0	3,5	4,1	0,9	0,8	1,4	1,1	1,1	2,4	0,6	0,4	0,6

Notas: Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC em 2001), 2002-2007 (após a entrada da China na OMC, pré-crise financeira) e 2015-2018 (os anos mais recentes). São utilizadas as informações da mais recente atualização dos dados TIVA da OCDE.

Fonte: BPI Research, a partir de dados TIVA da OCDE (novembro de 2021).

1. Ver a Focus «UE e China: mapas de uma interdependência estratégica» no IM05/2022.

A origem europeia da procura final chinesa: 2% made in EU

Do total da procura final da China, 14% tem origem no resto do mundo e 2,2% tem origem na UE (dados de 2015-2018).² Assim, os bens e serviços provenientes da UE representam 16% do valor acrescentado (VA) da procura chinesa com origem no exterior, um valor que reflete a posição de liderança europeia no mercado chinês (ver o gráfico). À UE seguem-se os EUA, o segundo parceiro comercial da China, que originaram 1,9% do VA total no mesmo período. Por sua vez, o Japão, que até à década de 2000 foi o principal parceiro comercial da China com cerca de 3% da procura final do país, viu este valor cair para 1,2% nos últimos anos, tendo sido inclusivamente ultrapassado pelo conjunto dos países da ASEAN.

Procedendo a uma análise por setor, podemos obter uma «radiografia» mais detalhada das interdependências entre países (ver a primeira tabela). Apesar de a dependência da China da UE ter diminuído na última década, em parte como resultado de um processo de desenvolvimento económico e da crescente especialização da economia chinesa que levou a uma substituição parcial das importações com um VA mais elevado, a ligação à Europa ainda é substancial em alguns setores, tanto da indústria como dos serviços. Do lado da indústria, destacam-se os equipamentos de transporte (veículos a motor, reboques e outros equipamentos de transporte), a maquinaria e o setor químico (particularmente, produtos químicos e farmacêuticos, bem como borrachas e plásticos). Do lado dos serviços, destacam-se os serviços logísticos e os turísticos. Importa referir

Valor acrescentado das exportações da China originado no exterior (% do VA das exportações da China)

	UE-27			Coreia do Sul			EUA			Japão			ASEAN			Outros BRICS			Austrália		
	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007
TOTAL	2,1	2,1	2,8	2,0	1,5	2,2	1,8	2,1	2,3	1,6	3,6	4,0	1,6	1,2	1,9	1,3	0,7	1,5	0,9	0,3	0,6
Agricultura	0,4	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2	0,9	0,4	0,9	0,1	0,3	0,3	1,5	0,7	1,4	1,9	0,3	1,2	0,4	0,2	0,3
Mineração	0,4	0,3	0,4	0,0	0,1	0,1	1,3	0,6	0,9	0,0	0,1	0,1	3,8	3,0	3,0	6,3	2,5	5,4	7,3	1,3	3,3
Indústrias	1,9	2,3	2,6	2,8	2,0	3,0	1,5	2,1	2,1	1,9	4,2	4,5	1,4	1,1	1,7	0,6	0,6	0,8	0,1	0,2	0,2
Alimentação	1,1	0,6	0,8	0,4	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,8	0,9	1,4	0,7	1,1	0,5	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2
Têxtil e vestuário	0,6	0,5	0,5	0,4	2,8	1,2	0,1	0,2	0,2	0,3	2,4	1,2	1,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0
Madeira e papel	1,9	2,7	3,0	0,8	2,3	1,4	1,6	2,8	2,2	1,4	3,7	3,7	1,6	3,2	2,1	1,7	0,9	1,6	0,3	0,4	0,4
Coque e ref. de petróleo	0,8	0,6	0,8	2,2	2,8	4,3	1,2	0,7	1,3	0,8	1,5	1,5	1,9	2,1	2,3	3,2	2,3	4,0	0,3	0,1	0,3
Química e farmacêutica	2,5	2,3	3,2	2,5	3,1	3,7	1,8	2,9	2,9	1,8	4,0	4,3	2,0	1,8	2,6	0,8	1,0	1,5	0,1	0,1	0,2
Borrachas e plásticos	2,2	2,0	2,9	2,6	2,2	3,7	0,9	1,4	1,3	2,6	3,0	4,8	0,9	0,7	1,3	0,4	0,2	0,5	0,1	0,2	0,2
Outros minerais não metálicos	0,9	1,5	1,9	1,0	1,2	1,5	0,5	0,9	1,0	0,9	2,7	3,0	0,5	0,3	0,6	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1
Metais	1,8	3,4	3,3	1,1	1,8	2,6	1,2	2,4	1,5	2,1	5,8	5,4	0,5	0,6	0,7	1,0	1,3	1,7	0,5	0,6	0,8
Computadores e bens eletrónicos	1,7	2,9	2,2	8,5	2,0	6,3	2,8	3,9	4,2	2,6	6,6	6,5	2,7	1,6	3,9	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Produtos elétricos	1,9	2,8	3,3	1,3	0,8	1,9	0,5	0,9	0,9	2,3	5,5	5,5	0,7	0,3	0,6	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Maquinaria	3,8	6,1	6,8	1,2	1,0	1,3	1,2	2,7	2,1	3,3	7,3	7,8	0,4	0,5	0,6	0,3	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1
Veículos a motor e reboques	4,0	1,7	3,2	1,2	0,3	1,2	0,9	0,9	0,9	3,0	3,2	5,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,1
Outros equipamentos de transporte	3,8	7,8	6,1	0,9	1,1	1,3	7,9	15,0	9,7	1,3	3,0	4,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,4	1,3	0,1	0,2	0,2
Outras indústrias	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,9	1,0	1,0	3,7	5,1	0,5	0,3	0,5	0,6	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1
Serviços	2,8	2,7	4,2	1,5	1,4	2,1	2,4	2,7	3,4	1,8	4,5	5,3	1,6	1,2	2,1	1,3	0,7	1,6	0,7	0,3	0,5
Serviços comerciais	2,3	2,7	3,6	1,5	1,6	2,2	2,1	3,3	3,7	2,3	7,9	8,3	2,4	1,8	3,4	1,3	0,8	1,6	0,4	0,4	0,5
Logística	3,5	2,1	3,6	1,4	0,7	1,4	1,8	1,4	1,6	2,0	3,2	3,9	1,5	0,8	1,3	1,7	0,8	1,5	0,7	0,2	0,4
Restauração	1,2	0,6	1,1	1,8	0,8	0,9	0,8	0,5	0,7	1,0	2,0	2,5	0,6	0,3	0,6	0,3	0,1	0,2	0,4	0,1	0,2
Informação e comunicação	3,3	2,3	4,1	1,6	1,3	2,2	3,1	2,5	3,4	1,6	3,2	4,2	1,0	0,8	1,3	1,6	0,6	2,4	0,6	0,3	0,5
Financeiro	1,1	1,7	2,6	0,9	1,8	2,1	1,5	2,1	2,9	0,3	2,3	2,3	1,1	1,3	1,8	0,7	0,6	1,5	0,7	0,3	0,6
Imobiliário	3,9	3,0	6,6	1,0	1,2	2,5	3,4	2,4	4,9	1,9	3,3	4,9	1,0	0,8	1,4	1,4	0,8	2,0	0,8	0,3	0,6
Outros serviços	4,9	5,8	8,9	2,5	1,7	3,8	4,4	5,9	7,1	2,2	2,6	4,3	1,2	1,0	1,6	1,4	0,9	2,0	1,1	0,4	0,9

Notas: Esta tabela apresenta a origem setorial do valor acrescentado das exportações finais da China. Exemplo: entre 2015 e 2018, 3,8% do valor acrescentado associado ao setor de maquinaria das exportações da China teve origem na UE-27, 1,2% na Coreia do Sul e nos EUA, 3,3% no Japão e 0,4% nos países da ASEAN. Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC em 2001), 2002-2007 (após a entrada da China na OMC, pré-crise financeira) e 2015-2018 (os anos mais recentes). São utilizadas as informações da mais recente atualização dos dados TiVA da OCDE.

Fonte: BPI Research, a partir de dados TiVA da OCDE (novembro de 2021).

2. Utilizamos dados TiVA (Trade in Value Added) da OCDE, na sua mais recente atualização (novembro de 2021). Estes dados permitem identificar a origem real dos bens e serviços que chegam, são consumidos e exportados num determinado país. Em comparação com uma análise mais padronizada baseada em fluxos brutos do comércio (consoante a proveniência direta das importações), podemos interpretar os dados TiVA aqui apresentados, como dados líquidos. Ou seja, uma parte do conteúdo das importações brutas de um determinado país tem origem no próprio país, por exemplo, se um país exportador de maquinaria deslocalizar uma parte da produção para um país vizinho, para montar e reexportar (ou consumir) posteriormente o bem final, os dados TiVA descontariam este «enviesamento». Para mais detalhes, ver também Focus «A dependência europeia em relação à Rússia: uma questão primordial» no IM04/2022.

que na subcomponente de outros serviços (que inclui serviços profissionais, científicos e técnicos) a dependência da China do exterior diminuiu significativamente, mais um sinal da rápida transformação estrutural em curso no país ao longo das últimas duas décadas. Neste sentido, destaca-se também o «desacoplamento» relativo (ou a menor dependência) em relação às economias asiáticas desenvolvidas, como o Japão e a Coreia do Sul, particularmente visível em alguns setores mais inovadores, bem como o aumento da dependência de países da ASEAN e de outros BRICS em setores como a agricultura, a mineração ou as indústrias menos desenvolvidas (tal como a têxtil). No seu conjunto, estes dados constataam a crescente especialização setorial e a integração económica do gigante asiático nas cadeias de valor globais.

De igual modo, também é interessante analisar a composição das exportações da China de acordo com a sua origem. Neste caso, classificamos as exportações de acordo com a origem geográfica e setorial dos bens intermédios incorporados no bem ou serviço final exportado.³ Assim, destaca-se que, entre 2015 e 2018, 8,5% do VA das exportações finais da China relativas ao setor dos computadores e bens eletrónicos tiveram origem na Coreia do Sul e 2,8% nos EUA, 2,7% nos países da ASEAN, 2,6% no Japão e apenas 1,7% na UE. Por outro lado, ficam claras neste mapa as estreitas ligações entre as indústrias química-farmacéutica, de maquinaria e veículos de transporte europeias e o tecido empresarial chinês, para além da destacada presença dos serviços europeus (que representam quase 3% do VA total dos serviços nas exportações chinesas finais).

O baixo grau de penetração do setor eletrónico europeu nas exportações chinesas, particularmente se comparado com a forte presença de outros parceiros comerciais, é uma boa prova da diminuição da liderança da Europa num setor altamente competitivo e com algumas das cadeias de abastecimento mais integradas a nível internacional. Numa nova era de «concorrência tecnológica» entre os blocos, este atraso europeu no setor pode antecipar um difícil equilíbrio entre a aposta numa política industrial mais contundente em matéria tecnológica e um acoplamento crescente a (ou maior dependência de) aliados geopolíticos.⁴

3. Tecnicamente, é uma perspetiva segundo a «origem setorial do valor acrescentado» e não do setor exportador. Por exemplo, nesta classificação, uma peça têxtil exportada «divide-se» segundo a origem da maquinaria utilizada na linha de produção, a eletrónica dessas máquinas e a energia e serviços necessários para a sua comercialização. De igual modo, ainda que um automóvel exportado pela China tenha uma percentagem significativa do seu valor acrescentado associada ao setor de veículos a motor e reboques chinês, esta desagregação permite-nos identificar o valor acrescentado do automóvel originado pelo setor de maquinaria alemão ou o setor têxtil da ASEAN.

4. Na Focus «UE e China: mapas de uma interdependência estratégica» no IM05/2022, vimos que 18% da procura final europeia de computadores e bens eletrónicos tinha origem na China, o que implica que a «pegada eletrónica» chinesa na UE é inclusivamente mais significativa do que a «pegada energética» da Rússia no bloco comunitário.

Que futuro se espera das relações comerciais UE-China?

Não é novidade que a China tem um papel central nas cadeias de valor globais. Este papel deve-se precisamente à abertura da China ao exterior nas últimas décadas. As ligações económicas entre países e regiões, ou interdependências, desenvolveram-se desta forma ao longo dos anos, com grandes benefícios agregados para ambas as partes. Hoje, pode dizer-se que a China é tão economicamente dependente da UE, como a UE o é da China.

Ainda que com variações relevantes. O setor eletrónico é um caso particularmente interessante, pelas nuances que nos apresenta e pela sua centralidade no modelo de desenvolvimento tecnológico do futuro, numa era em que a robotização, a inteligência artificial e o *big data* terão um papel central na economia, na sociedade e no repensar da nova ordem política mundial. Assim, a UE «uniu-se» recentemente ao seu principal aliado de preferência, os EUA, para constituir um novo fórum de discussão nesta matéria: o Conselho de Comércio e Tecnologia (TTC).⁵

Uma possível desvinculação entre a China e a UE seria particularmente difícil para ambos os lados. Se a «pegada eletrónica» da China é muito significativa na UE, a «pegada tecnológica» europeia (e norte-americana) na China não é menos e materializa-se em diversos setores-chave, como a maquinaria ou os serviços avançados. Embora seja evidente que a China já não é apenas a fábrica do mundo, são as ligações com os seus principais parceiros comerciais que permitem à indústria chinesa ser competitiva internacionalmente em muitas áreas. Uma desvinculação mais abrupta entre os blocos provocaria assim golpes profundos na arquitetura das cadeias de valor globais, com ramificações imprevisíveis na economia mundial. Tornou-se recentemente claro que a geopolítica desempenhará um papel central nos próximos anos, pondo fim a um período que tem sido repetidamente referido como «férias da história». Nesta medida, para saber o quanto a UE dependerá economicamente da China, e vice-versa, no final desta década, seria necessário responder a outra pergunta: Como será o mundo em 2030?

5. O *Trade and Technology Council*, foi criado em 2021 como um fórum para o planeamento de uma agenda comum sobre aspetos comerciais e tecnológicos, organizado por grupos de trabalho especializados, entre os quais a cooperação no âmbito do estabelecimento de padrões tecnológicos, a segurança de cadeias de abastecimento e a governação de dados. Ver Canals, C. e Pinheiro de Matos, L. (2022), «Trade and Technology Council: la nueva ventana de colaboración entre la UE y EE. UU.» en *La estrategia geoeconómica de China e implicaciones para Europa: una mirada desde Barcelona*, CIDOB Centre for International Affairs (a publicar em breve).

6. Ver, por exemplo, Conley, H. A. (2019). «Transatlantic Relations: the Long Holiday from History is Over», CEPOB Policy Brief 6-19, College of Europe.

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	10/22	11/22	12/22
Atividade									
PIB real	-3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,9	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	17,5	16,3	11,2	7,8	8,5	7,8	6,7	...
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	102,2	101,4	108,3
Produção industrial	-7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,0	3,3	2,5	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	50,2	49,0	48,4
Habitacões iniciadas (milhares)	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.450	1.434	1.427	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	267	284	299	314	310	304	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	3,6	3,5
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	59,3	59,9	59,9	60,0	60,0	59,9	60,1
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	7,7	7,1	...
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,3	6,0	...

JAPÃO

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	10/22	11/22	12/22
Atividade									
PIB real	-4,5	2,1	0,9	1,2	1,6	1,5	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	29,9	28,6	30,3
Produção industrial	-10,6	5,6	1,1	-0,6	-3,6	4,0	3,8	-1,2	...
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	2,6	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	-0,3	-1,0	-2,0	-3,0	-4,3	-4,6	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,8	3,8	...
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	1,5	2,5	2,8	...

CHINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	10/22	11/22	12/22
Atividade									
PIB real	2,2	8,4	4,0	4,8	0,4	3,9	–	–	–
Vendas a retalho	-2,9	12,4	3,5	1,6	-4,9	3,5	-0,5	-5,9	...
Produção industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	5,0	2,2	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	49,2	48,0	47,0
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	681	681	728	824	907	906	904	...
Exportações	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	-0,6	-9,0	...
Importações	-0,6	30,0	23,7	10,6	1,3	0,7	-0,7	-10,6	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,1	1,6	...
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	7,2	7,2	7,0

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	10/22	11/22	12/22
Vendas a retalho (variação homóloga)	-0,8	5,5	4,4	6,1	1,1	...	-2,6	-2,8	...
Produção industrial (variação homóloga)	-7,6	9,0	0,3	-0,2	0,4	...	3,4	...	...
Confiança do consumidor	-14,1	-7,4	-7,6	-13,7	-22,3	-26,9	-27,5	-23,9	-22,2
Sentimento económico	88,3	110,8	116,0	110,9	104,0	96,5	93,0	94,0	95,8
PMI indústrias	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	46,4	47,1	47,8
PMI serviços	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	48,6	48,5	49,8
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	-1,5	1,4	2,4	3,0	2,6	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,0	7,7	7,1	6,9	6,7	...	6,5	6,5	...
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	...	7,1	7,0	...
Itália (% pop. ativa)	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,8	...
PIB real (variação homóloga)	-6,3	5,5	4,8	5,5	4,2	2,3	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-4,1	2,8	1,2	3,5	1,7	1,3	-	-	-
França (variação homóloga)	-7,9	7,2	5,1	4,8	4,2	1,0	-	-	-
Itália (variação homóloga)	-9,1	7,0	6,5	6,4	5,0	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	10/22	11/22	12/22
Inflação geral	0,3	2,6	4,6	6,1	8,0	9,3	10,6	10,1	9,2
Inflação subjacente	0,7	1,5	2,4	2,7	3,7	4,4	5,0	5,0	5,2

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	10/22	11/22	12/22
Balança corrente	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	-0,3	-0,4	...	...
Alemanha	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	4,2	3,9	...	...
França	-1,8	0,4	0,4	0,1	-0,4	-1,3	-1,6	-1,8	...
Itália	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	-0,5	-0,6	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	93,8	94,2	92,7	92,5	90,1	88,9	90,5	92,2	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	10/22	11/22	12/22
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,3	3,5	3,3	4,4	6,1	8,4	8,9	8,4	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,2	3,8	4,1	4,4	4,6	4,5	4,2	4,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,8	2,5	2,9	...
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	2,7	2,9	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,9	12,6	10,5	9,1	7,7	6,3	3,4	1,9	...
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	-1,5	-0,3	0,9	5,3	9,9	12,0	...
Instrumentos negociáveis	8,1	11,6	9,9	0,7	2,0	4,3	2,9	8,5	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,8	1,1	...

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.

2023 talvez menos negativo do que a incerteza sugere

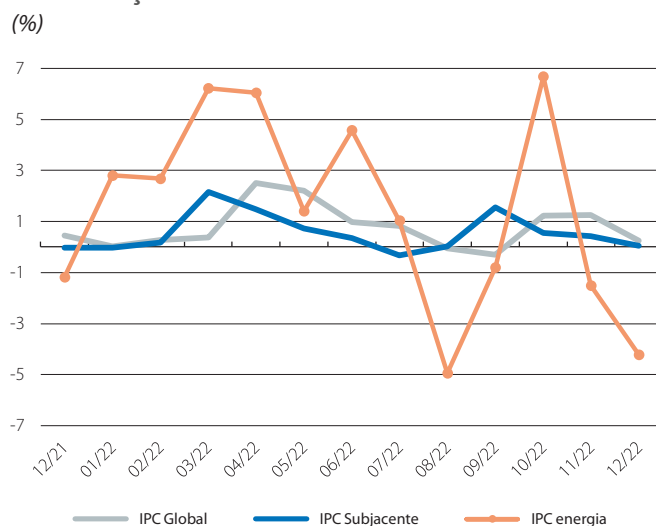
Indicadores relativos ao 4T2022 com comportamentos mistos, sugerem que contração pode ser evitada. O indicador de atividade económica desacelerou em outubro, refletindo contração da produção industrial e crescimento mais moderado, mas ainda assim, robusto, da faturação nos serviços e na indústria. No entanto, o indicador de clima económico melhorou em novembro e estabilizou em dezembro, o que pode indicar melhores perspetivas para a produção no final do ano e início de 2023. Entre os consumidores, o sentimento melhorou em dezembro e os indicadores relativos ao consumo, realmente, sugerem que este manteve uma evolução positiva, sobretudo no que respeita aos bens duradouros, nomeadamente automóveis, que em outubro e novembro excederam em cerca de 3% as vendas do 3T e em 20% as do 4T 21. Este comportamento tenderá a refletir-se numa nova redução das poupanças excedentárias acumuladas durante a pandemia. No 3T, as famílias utilizaram cerca de 2.200 milhões de euros das poupanças excedentárias acumuladas durante os confinamentos, reduzindo-as para aproximadamente 5.200 milhões de euros (2% do PIB). No mesmo período, a taxa de poupança caiu para 5,1% do rendimento disponível, menos 0,9 pontos percentuais do que no 2T. Nesta conjuntura, depois de um forte crescimento em 2022 é esperado um considerável abrandamento da atividade económica no ano que começa. Aos sinais de esgotamento das poupanças excedentárias das famílias – fundamentais para enfrentar um período de preços mais elevados – juntam-se o aumento dos custos de financiamento e o enfraquecimento da atividade em importantes parceiros comerciais de Portugal. Neste contexto, o Banco de Portugal antecipa que a economia avance 1,5% em 2023 (superior à do BPI Research, que mantemos, por ora, em 0,5%, reconhecendo que é conservadora), depois de em 2022 ter crescido 6,8%, não excluindo a possibilidade de uma contração caso se materializem os riscos relacionados com corte total no fornecimento de gás à Europa por parte da Rússia.

Inflação média em 2022 encerra em 7,8%. No último mês do ano, a inflação global voltou a dar sinais de desaceleração – caindo 3 décimas para 9,6% – reflexo da redução dos preços dos bens energéticos. Esta tendência deverá prolongar-se ao longo do novo ano, refletindo um comportamento menos pujante da procura, condicionada pelo encarecimento dos custos de financiamento e pela perda de poder de compra associado ao aumento dos preços. Todavia, esta desaceleração será gradual, na medida em que os preços da energia mais elevados ainda contagiam os preços de outros bens e serviços – evidente na ausência de sinais de desaceleração na inflação subjacente – e porque os preços dos bens energéticos e alimentares continuarão pressionados em alta com o prolongamento da guerra na Ucrânia. Assim, antecipamos que a inflação em 2023 ainda se situe acima dos 5%, voltando a níveis próximos do objetivo do BCE apenas em 2024.

Portugal

		2021	2022	2023	2024	Accum. 22-24
PIB	BdP Dez-22	5,5	6,8	1,5	2,0	10,6
(anual, %)	BdP Dez-22 (adverso)		6,8	-0,4	0,3	6,7
	BPI Dez-22		6,7	0,5	2,0	9,4
Taxa de desemprego	BdP Dez-22	6,6	5,9	5,9	5,9	-0,7
(média anual, %)	BdP Dez-22 (adverso)		5,9	7,1	7,9	1,3
	BPI Dez-22		5,9	6,4	6,1	-0,5
Inflação	BdP Dez-22	1,3	8,1	5,8	3,3	18,1
(média anual, %)	BdP Dez-22 (adverso)		8,1	8,0	5,1	22,7
	BPI Dez-22		7,9	5,7	2,2	16,6

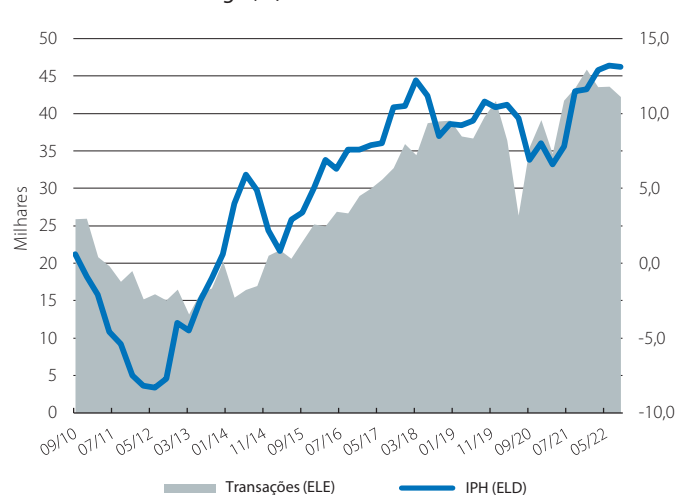
IPC: variação mensal



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

Venda de casas e Índice de Preços da Habitação

Número / var. homóloga (%)



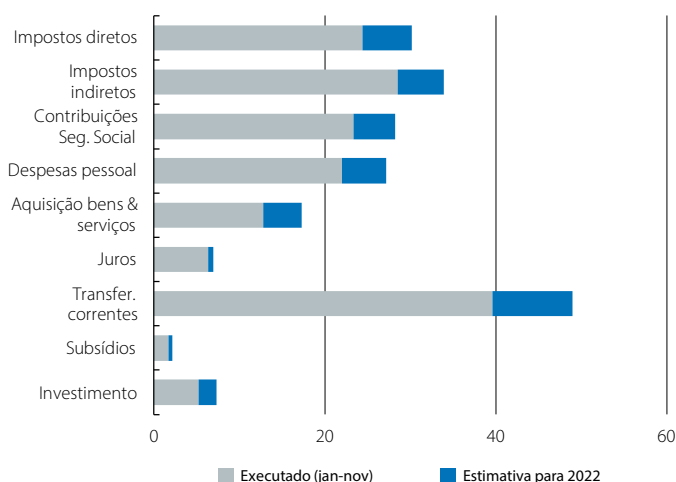
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Imobiliário residencial dá os primeiros sinais de abrandamento. Isto está consubstanciado principalmente no recuo no número de transações de imóveis no 3T 2022 face ao período anterior (-3,2%) e é corroborado pela trajetória de evolução das novas operações de crédito à habitação (em termos homólogos a variação de novas operações CH em outubro também foi negativa em -13,6% e pelo quarto mês consecutivo). Apesar da evolução do índice ser positiva (+2,9% em cadeia), consideramos que todos os sinais são sintomáticos do piorar da envolvente financeira, decorrente do aumento sustentado das taxas de juro. Nos últimos meses do ano prevemos um ligeiro ajuste de preços, que se deverá prolongar por 2023. Não obstante, a valorização média das casas em 2022 deverá superar os 12% e situar-se acima da previsão atual do BPI Research (11,7%).

As necessidades de financiamento da economia aumentaram para 1,2% do PIB no 3T. Por setores salienta-se a melhoria da capacidade de financiamento do Estado para 1,1% do PIB (acumulado de 4 trimestres) e o facto de as famílias, pela primeira vez desde 2008, registarem necessidades de financiamento (equivalentes a 0,2% do PIB), reflexo de o consumo ter aumentado cerca de 3 mil milhões de euros enquanto o rendimento disponível aumentou apenas cerca de 1,6 mil milhões. Relativamente ao saldo orçamental, para que a previsão do Governo (-1,9% do PIB) se concretize, o défice teria de ser de -15,8% do PIB no 4T, um montante superior ao registado no 2T 2020, aquando da pandemia, o que aponta para mais uma surpresa positiva nas contas públicas em 2022. Entretanto, o défice da balança corrente diminuiu para 3.963 milhões de euros em outubro em resultado de uma ligeira redução do défice da balança de bens e serviços e do aumento do superavit da balança de rendimentos, via aumento dos dividendos recebidos. Em percentagem do PIB, o défice da balança corrente melhorou 2 décimas, para 1,7%, sugerindo que no conjunto do ano o défice poderá situar-se em torno de 1,5% do PIB, melhor do que a atual previsão do BPI Research.

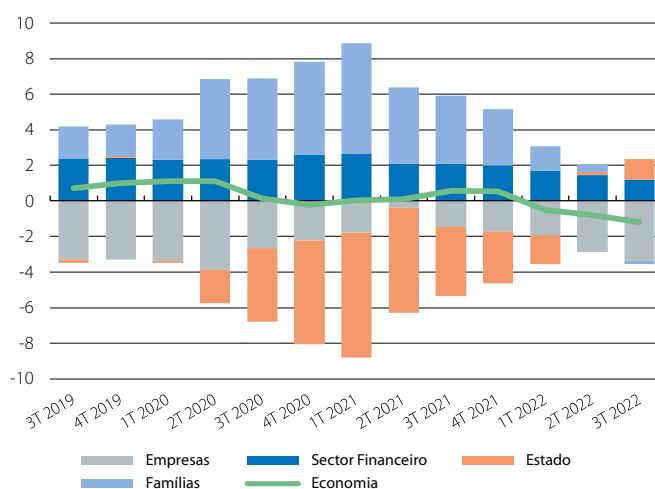
A carteira de crédito ao sector privado não financeiro perde dinamismo, e o rácio de incumprimento continua a melhorar. Mais concretamente, a carteira de crédito cresceu 1,6% homólogo em novembro, o que compara com o crescimento de 3,0% no início do ano. Por um lado, a carteira de crédito à habitação cresceu 3,0% homólogo (3,1% em outubro), com as novas operações a demonstrarem os efeitos do aumento das taxas de juro e incerteza global na nova contratação (ainda que, à data da redação deste artigo, apenas se conheçam os dados até outubro, que já são reveladores de uma queda do montante mensal para níveis em torno de 1.000 milhões de euros). Por outro lado, a carteira de crédito das sociedades não financeiras caiu 0,7% homólogo em novembro, o que contrasta com o comportamento das novas operações (+10,7% homólogo no acumulado até outubro), o que pode ser justificado por amortizações por parte das empresas ou venda de carteiras de crédito por parte dos bancos. Por sua vez, o rácio de NPLs do sector privado não financeiro diminuiu para 4,3% no 3T (face a 4,5% no 2T), -0,8 p.p. face ao trimestre homólogo, sendo de destacar a redução observada no caso das empresas (7,2%, -1,1 p.p. face ao 3T 2021).

Portugal: execução orçamental (cont.pública) Acumulado do ano até novembro (mil milhões de euros)



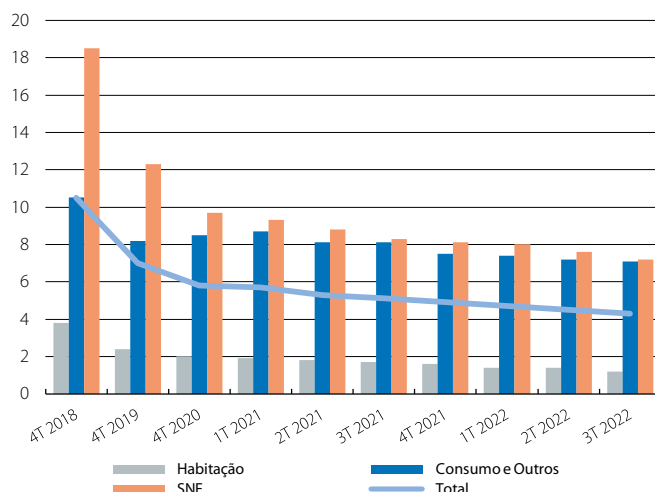
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO e OGE 2023.

Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento (% do PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Rácio de NPLs do sector privado não financeiro (%)



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

Resiliência: palavra-chave também no mercado de trabalho

A dinâmica da atividade é o principal *driver* da evolução do emprego. O nosso cenário central para a economia portuguesa aponta para um crescimento do PIB real de 0,5% em 2023. Antevemos que o forte abrandamento da atividade dever-se-á traduzir num ligeiro agravamento da taxa de desemprego para 6,4% (+0,5 p. p. face à atual previsão para 2022). Neste artigo, procuramos pôr em evidência quais os setores mais expostos às condicionantes atuais e discutir os riscos para a evolução do emprego.

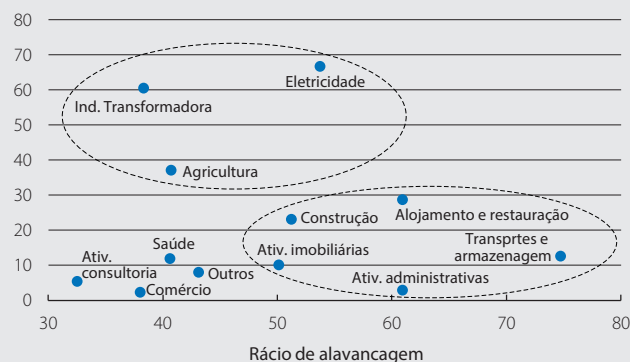
O retorno em força da inflação foi o tema económico de 2022 e a necessidade de a controlar pautou a ação dos principais bancos centrais. A ação do BCE foi mais tardia em comparação, por exemplo, com a da Fed, e o primeiro movimento de subida de taxas aconteceu apenas em julho (aumento de 50 p. b.). O aperto da política monetária traduziu-se no aumento das taxas Euribor para níveis máximos de 2009, com a Euribor a 12 meses, à data a que escrevemos, a situar-se em 2,8%. O movimento de aumento das taxas de referência pelo BCE deverá continuar nos primeiros meses de 2023. Este é um fator de pressão na tesouraria das empresas, que pode levar à necessidade de reduzir custos fixos e, em última instância, a despedimentos e aumento da taxa de desemprego. Em Portugal, os empréstimos com taxas de juro variáveis (ou mistas) representam 61% do número total de operações e uma percentagem ainda maior do montante (83%). Isto faz com que movimentos de taxas se reflitam com curto desfasamento temporal no custo do financiamento das empresas. Normalmente, a frequência de atualização das taxas dos empréstimos tende a coincidir com a maturidade do indexante. Com mais de metade dos empréstimos indexados à Euribor a ter associada uma Euribor com periodicidade igual ou inferior a 6 meses, a transmissão é rápida.

Outro dos condicionantes atuais está relacionado com a crise energética. A decisão da Rússia de reduzir o fornecimento de gás (interrupção do Nord Stream 1) coloca pressão nestes mercados. Isto, em paralelo com os esforços de transição para energias «verdes», deverá manter os preços em níveis elevados durante mais tempo. A permanência e o aumento do peso dos custos energéticos na conta de exploração das empresas podem também constituir fator de pressão na tesouraria, gerando necessidade de reduzir custos fixos através de paragens na atividade, *lay-off* e, em último recurso, despedimentos.

Existem setores empresariais mais expostos ao aperto da política monetária, porque estão mais endividados, ou mais expostos a taxas variáveis ou ainda porque os encargos financeiros têm mais peso na sua conta de exploração. Por sua vez, existem outros sectores mais expostos aos custos da energia (e das *commodities* de um modo geral), quer

Intensidade de energia e matérias-primas na produção e rácio de alavancagem, por setor de atividade

Gastos de energia e matérias-primas, % dos custos de produção



Nota: O rácio de alavancagem corresponde ao rácio entre os financiamentos obtidos sobre a soma do capital próprio com os financiamentos obtidos. Os custos de energia e matérias-primas respeitam à média, entre 2017 e 2019, de gastos de eletricidade, combustíveis e com compras de matérias-primas. Os custos de produção correspondem à média, entre 2017 e 2019, de gastos com pessoal, FSE e CMVMC.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do BdP (relatório de estabilidade financeira – junho 2022).

pela natureza do seu modelo de negócio, quer pela infraestrutura e equipamentos utilizados na produção.

No sentido de stressar o nosso cenário base, identificámos os setores de maior risco considerando estas duas condicionantes e concluímos que estes seriam os mais afetados: Construção & Atividades Imobiliárias, Alojamento & Restauração, Transportes & Armazenagem, Indústria Transformadora, Agricultura, Eletricidade e Atividades Administrativas (ver primeiro gráfico). De seguida, analisamos as crises anteriores e detetámos que, na crise das dívidas soberanas, mais propriamente, em 2012, foi o ano em que o PIB mais contraiu,¹ acompanhado pela significativa destruição de postos de trabalho (–4,1% e –4,7%, respetivamente). O que fizemos de seguida foi, de uma forma muito simples, assumir que o emprego nestes sectores identificados cairia na mesma dimensão.² Esta situação colocaria a taxa de desemprego nos 8,1%, ou seja, representaria um aumento de 2,2 p. p. face à estimativa de 2022, e colocaria a taxa no nível mais alto desde 2017.

Será plausível um aumento da taxa de desemprego nesta dimensão? Fazer previsões nunca foi tarefa fácil, mas, neste

1. Excluimos da nossa análise a recente crise despoletada pela pandemia, uma vez que as variáveis económicas se comportaram de forma muito particular, perante a bateria de apoios. Por exemplo, o PIB contraiu 8,3% em 2020, mas o emprego caiu «apenas» 1,9% e a taxa de desemprego aumentou «apenas» 0,4 p. p. para 7,0%, isto devido às medidas de apoio ao emprego implementadas (como o *lay-off* simplificado).

2. De forma simplista, assumimos que o emprego nos restantes sectores se manteria inalterado nos níveis de 2022. Não é certo que tal acontecesse, mas também verificámos que, em crises anteriores, a destruição de postos de trabalho não foi transversal a todos os sectores. Assumimos também que a população ativa não se alteraria.

contexto, é ainda mais complexo. Não podemos afirmar com certeza que a taxa de desemprego não vai aumentar para estes níveis no próximo ano, mas alguns fatores parecem colocar de parte este cenário.

De facto, o nosso cenário central aponta para uma desaceleração acentuada da economia, mas, pelo menos por enquanto, colocamos de parte um cenário de contração da atividade económica. Nas crises anteriores, o emprego caiu de forma expressiva, mas foi acompanhado por uma queda da economia também.

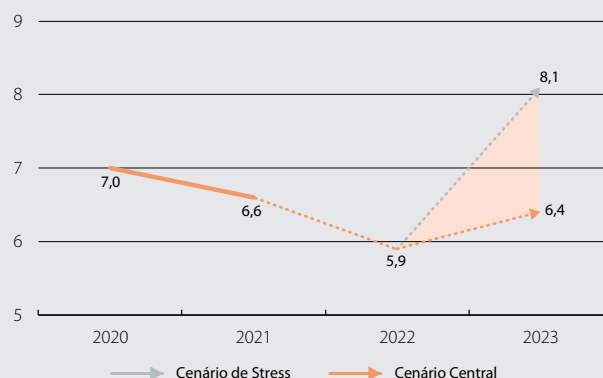
Adicionalmente, o mercado de trabalho português está hoje mais resiliente do que no passado.³ O emprego está em níveis elevados, superando largamente o registado no pré-pandemia (+3,0% face ao final de 2019, ou seja, + 143.000 postos de trabalho), um comportamento explicado, em grande medida, pelos sectores que exigem mão-de-obra mais qualificada, como o caso das atividades de consultoria, científicas & técnicas ou as TIC. De igual modo, o peso dos indivíduos com ensino secundário e superior na população empregada é agora consideravelmente mais elevado do que em 2011 (66%, face a 41%). Por fim, é também de realçar a criação de emprego com vínculos mais estáveis; de facto, o emprego por conta de outrem criado no pós-pandemia foi unicamente por via de contratos sem termo. Neste contexto, a percentagem dos contratos precários na população empregada por conta de outrem diminuiu de 23% em 2008 para 16% em 2022, uma redução que é transversal aos vários sectores.⁴

Outro fator que pode suportar o mercado de trabalho tem a ver com a escassez de mão-de-obra, um dos principais obstáculos à atividade mencionados pelas empresas e que pode limitar o aumento do desemprego num cenário expectável de forte desaceleração da economia. De facto, o número de empregos vagos está em níveis máximos da série histórica iniciada em 2010, atingindo níveis especialmente elevados nalguns sectores que nós detetámos como sendo mais vulneráveis ao atual contexto de aumento das taxas de juro e dos custos energéticos, como a indústria transformadora e o alojamento & restauração.⁵

Estas alterações estruturais aumentam os custos de despedimento, não só os financeiros, mas também os custos associados à perda de talento e que podem ser mais difíceis de repor posteriormente. Por outro lado, algumas empresas dos sectores mais afetados terão capacidade de transferir para os preços o aumento de custos. Em suma, o

Taxa desemprego: cenário central e cenário de stress (a setores de risco)

(%)



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

Previsões de várias instituições para a taxa desemprego

(%)

	2021	2022	2023	2024
BPI	6,6	5,9	6,4	6,1
OCDE (novembro)	–	6,1	6,4	6,2
EIU (novembro)	–	5,8	6,0	6,1
Comissão Europeia (previsões outono)	–	5,9	5,9	5,7
FMI (outubro)	–	6,1	6,5	6,4
Governo (outubro) *	–	5,6	5,6	–
Banco de Portugal (outubro) *	–	5,8	–	–
CFP (setembro)	–	5,6	5,3	5,1

Nota: * BdP e Governo usam para o emprego o conceito de contas nacionais.

Fonte: BPI Research.

expectável (e ainda que ligeiro) crescimento da economia portuguesa em 2023 suporta a expectativa de que a deterioração do mercado de trabalho deverá ser contida.

Tiago Belejo Correia e Vânia Duarte

3. Para mais informações, ver Focus «As novas dinâmicas do mercado de trabalho no pós-pandemia», no IM 09/2022.

4. O caso do sector da construção é notório: o peso dos contratos temporários caiu de 31,6% em 2008 para 15% em 2022.

5. Estes dois sectores, em conjunto, representavam 28% das vagas de emprego por preencher no 2T 2022.

Elevado desemprego de longa duração e vagas de emprego em máximos: que paradoxo é este no mercado de trabalho?

Após a pandemia de COVID-19, o mercado de trabalho em Portugal parece ter entrado num período dourado. Olhando para o primeiro gráfico, onde está representada a Curva de Beveridge, verifica-se que a taxa de desemprego está em níveis muito baixos e é acompanhada por uma taxa de empregos vagos em níveis máximos (em torno de 1,4%).

Parece paradoxal que isso aconteça, quando o país continua a apresentar um desemprego de longa duração tão elevado (não desprezando a enorme redução desde 2014, altura em que este representava quase 60% dos desempregados). De facto, a parcela de desempregados nessa situação há um ano ou mais (desemprego de longa duração) atingiu 46,4% da população desempregada nos primeiros três trimestres de 2022; se olharmos para o desemprego de muito longa duração (superior a 2 anos), a percentagem é de 29,4%. Em ambas as métricas, Portugal registava a quarta percentagem mais elevada no conjunto dos países da Zona Euro, cuja média é de 40,4% e 25,4%, respetivamente. Adicionalmente, um trabalhador que perca o seu emprego demora, em média,¹ 22 meses a encontrar um novo emprego em Portugal, o dobro do registado na Zona Euro.²

O que pode explicar este aparente paradoxo entre máximos de vagas de emprego por preencher e uma percentagem tão elevada de desemprego de longa duração? O Banco de Portugal, num artigo publicado em 2015,³ apontava que a educação e a idade podiam explicar o elevado desemprego de longa duração em Portugal.

O desajustamento entre as competências que as empresas procuram e as que os candidatos apresentam pode justificar o contexto de elevado desemprego face a um elevado número de vagas de emprego por preencher. É, pois, possível, que a falta de qualificações e/ou o desajustamento das qualificações dos indivíduos seja uma causa para o desemprego de elevada duração, mas também pode ser uma consequência disso, já que o desemprego de longa duração leva à perda de qualificações dos desempregados e erosão do capital humano.³ Olhando para o nível de educação dos desempregados de longa duração em Portugal verifica-se que 44,2% tinha um nível básico ou inexistente em 2021 (último dado disponível), comparativamente a 40,3% na média da Zona Euro. No entanto, no pós-pandemia, verifica-se que os indivíduos estão mais conscientes da importância da formação e educação para o sucesso da sua reintegração no mercado de trabalho, com 17,1% dos

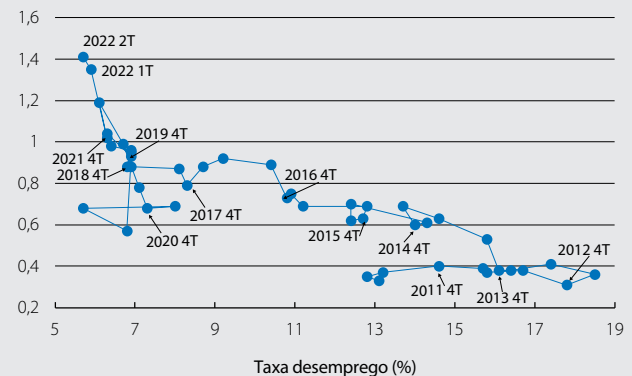
1. Considerando a duração média registada nos primeiros três trimestres de 2022; dados disponibilizados pelo INE.

2. OCDE, 2021.

3. Banco de Portugal (2015). «O mercado de trabalho português e a grande recessão». Boletim económico.

Curva de Beveridge para Portugal

Taxa empregos vagos (%) *

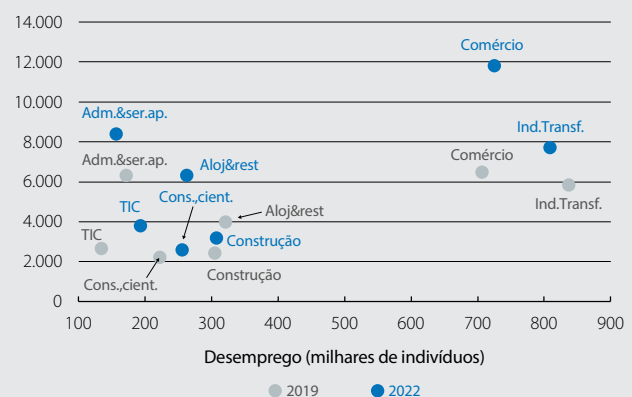


Nota: * Relaciona o número de empregos vagos com a soma do número de trabalhadores por conta de outrem e o número de empregos vagos.

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

Vagas de emprego e desemprego, por sector (2019 vs. 2022 *)

Vagas de emprego (número)



Nota: * Média registada no primeiro semestre de 2022.

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

desempregados de longa duração a participar em atividades de educação e formação em 2021, acima do verificado em 2019 (11%).

Este *mismatch* entre qualificações procuradas e oferecidas pode justificar o que se verificou, entre 2019 e 2022, em sectores como o comércio, onde o aumento do desemprego foi acompanhado pelo aumento expressivo do número de vagas (visível no segundo gráfico). O futuro será ainda mais desafiante com a questão da transição digital: de facto, competências como a literacia digital, pensamento crítico ou *data literacy* figuram entre as 10 competências que enfrentarão maior procura nos próximos 10 anos.⁴ Isto num contexto em que 27% da população em Portugal tem redu-

4. Forbes (2022). «The Top 10 Most In-Demand Skills For The Next 10 Years».

zidas (ou nenhuma) competências digitais, percentagem que excede os 33% no caso dos desempregados.

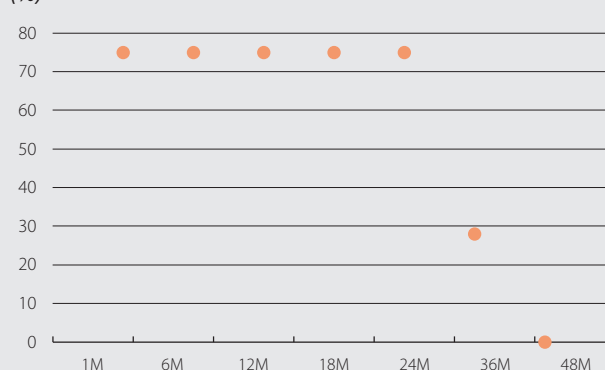
Outra das explicações para o desemprego de longa duração tem a ver com a idade e isto pode ser particularmente desafiante nos próximos anos em Portugal (e na Europa) com o envelhecimento da população. A taxa de desemprego de longa duração é crescente com a idade: se, em 2021, 27% dos desempregados com idade entre os 15 e os 29 anos estavam desempregados há mais de 12 meses, essa proporção era de 53% nos desempregados com idade entre os 45 e os 49 anos e atingia os 59% no caso dos desempregados com 50 ou mais anos.

Este comportamento pode estar associado ao nível de educação e tempo de antiguidade na mesma empresa. Analisando o conjunto da população ativa, à medida que avançamos no grupo etário, verifica-se que os indivíduos mais velhos têm menores níveis de educação; de facto, 35% dos indivíduos ativos com idade entre os 55 e os 64 anos e 47% dos indivíduos entre os 65 e 89 anos têm o nível básico de educação ou é mesmo inexistente, o que contrasta com a faixa etária dos 25-34 anos (3%). O nível de educação mais baixo dos indivíduos mais velhos dificulta a sua reinserção no mercado de trabalho em caso de desemprego, o que contribui para períodos mais longos de desemprego e acaba por desencorajar a procura de emprego.³

Importa ter presente também que os indivíduos mais velhos registam normalmente vínculos mais fortes com as empresas do que os indivíduos mais novos, que mudam com mais facilidade de emprego à procura de melhores condições de trabalho (um fenómeno denominado de *job-hopping*). Esta situação acaba por também afetar emocionalmente os desempregados mais velhos, desmotivando o regresso ao mercado de trabalho, agravado pelo facto de se sentirem desamparados perante a necessidade de ir à procura de um novo emprego, após anos na mesma empresa.⁵

Outras das possíveis explicações tem a ver com o sistema de concessão do subsídio de desemprego. Importa ter presente que o subsídio de desemprego é de extrema importância: permite ao indivíduo desempregado ponderar a escolha de uma nova oportunidade de emprego e evitar flutuações do rendimento e consumo.³ No entanto, dependendo da sua generosidade, pode desencorajar a procura de emprego e levar a períodos mais longos de desemprego. Neste aspeto, importa olhar para o terceiro gráfico, onde é possível ver que um indivíduo no primeiro mês de desemprego recebe cerca de 75% do rendimento que recebia

Taxa líquida de substituição no desemprego *



Nota: * A taxa líquida de substituição no desemprego mede a proporção de rendimento líquido que se mantém após x meses de desemprego. Valores para um indivíduo solteiro, sem filhos, sem outros apoios sociais, em 2021.

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

quando trabalhava, percentagem que permanece inalterada nos dois anos seguintes, o que pode apontar para uma certa generosidade do sistema português.

Haverá com certeza outras justificações para o desemprego de longa duração, como a atividade económica de origem. No entanto, neste momento, parece-nos mais provável que o que explica o elevado número de vagas de emprego por preencher e um desemprego de longa duração (ainda) elevado seja o desajustamento entre as competências que as empresas procuram e o que os candidatos têm para oferecer,⁶ tendo em conta o reporte feito pelas empresas nos inquéritos de confiança. Por exemplo, na indústria transformadora, das cerca de 43% que reportavam obstáculos à sua atividade em outubro, quase 29% apontava dificuldades em contratar pessoal qualificado (a segunda principal causa), uma percentagem que aumenta para quase 67% das empresas na construção e obras públicas que reportavam dificuldades na sua atividade, e para quase 86% no caso das empresas no alojamento & restauração (em ambos os casos, é apontado como o principal obstáculo). É, por isso, de extrema relevância um maior foco na melhoria das competências das pessoas, um dos objetivos do próprio PRR, que destina cerca de 1.370 milhões de euros para a melhoria das qualificações e competências.

Vânia Duarte

5. Fundação Adecco (2019). «TuEdadEsUnTesoro: mayores de 55 años en el mundo laboral».

6. O Banco de Portugal (ver fonte da nota de rodapé 3) não considerava que o desajustamento entre as condições oferecidas pelas empresas e as que os candidatos estariam dispostos a aceitar justificasse o desemprego de longa duração.

Dívida externa: no bom caminho, mas com necessidade de fatores estáveis de redução

A deterioração das contas externas de Portugal¹ é um fator de preocupação pelo impacto que pode ter na evolução do endividamento face ao exterior, cujos rácios se encontram entre os mais elevados da zona euro.² Esta preocupação é relevante numa altura em que se advinha o aumento dos custos de financiamento associados ao aumento das taxas de juro na área do euro.

Por esta razão, decidimos olhar para o modo como tem evoluído o endividamento de Portugal face ao exterior (medido pela posição de investimento internacional, PII³) e como é que este se distribui entre os vários tipos de instrumentos de forma a perceber até que ponto a economia pode estar exposta a uma situação de stress financeiro associado a um qualquer evento que agrave a perceção dos riscos de mercado.

Embora não fiquemos tranquilos perante o facto de Portugal estar entre os países com maior nível de dívida externa, ficamos satisfeitos com a sua evolução e composição, pois a distribuição por instrumento de financiamento revela grande peso das componentes sem risco de incumprimento, conferindo um confortável grau de estabilidade aos capitais recebidos. O investimento direto estrangeiro (IDE) – um ativo com maior estabilidade e sem risco de incumprimento – representa uma importante fatia do endividamento externo, mas permanece em aberto o desafio de melhorar a capacidade de captação de investimento estrangeiro para setores produtivos e de maior valor acrescentado. Isto favoreceria a expansão da capacidade exportadora de forma estável, a melhoria da balança corrente e a redução estável do endividamento externo.

Apesar da deterioração recente da balança corrente, verificamos que a PII tem registado uma evolução positiva, evidente tanto no comportamento do rácio face ao PIB, como na redução do valor nominal das responsabilidades de Portugal face ao exterior. Assim, no 3T 2022, o saldo da PII ascendia a –201 mil milhões de euros, longe dos cerca de –220 milhões registados em 2018; uma tendência favorável que resultou na melhoria do peso da PII no PIB para 86,3% no 3T 2022, menos 20 pontos percentuais do que em 2018.

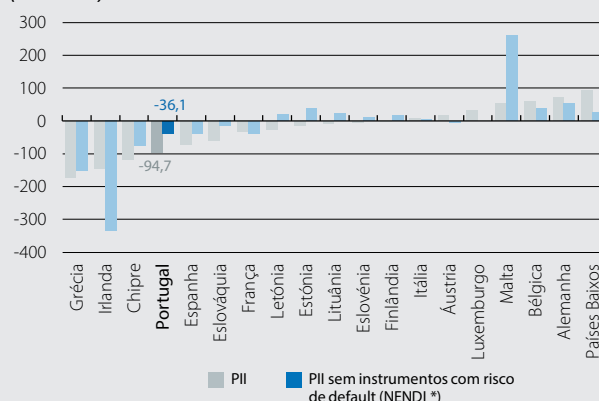
1. Ver tema «Contas Externas - Melhor na estrutura apesar da conjuntura» em IM11.

2. De acordo com o Eurostat, em 2021 a Posição de Investimento Internacional de Portugal representava –94,7% do PIB. Pior do que Portugal apenas Grécia (–171,9%), Irlanda (–145,5%) e Chipre (–117,8%).

3. Banco de Portugal: A dívida externa líquida está muito associada à posição de investimento internacional. Esta última inclui instrumentos de capital, derivados financeiros e ativos em ouro (barra), que são excluídos do cálculo da dívida externa líquida. Em 2021 estas 3 componentes representavam 15% do PIB.

Posição de Investimento Internacional 2021

(% do PIB)

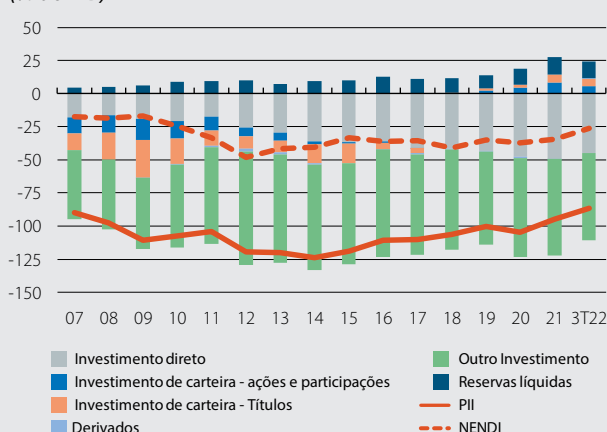


Nota: * NENDI=PII-IDE-Inv. Carteira (ações e participações)-dívida de IDE transfronteiriça intra-empresas.

Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat.

PII: composição por instrumento

(% do PIB)



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

A melhoria da posição externa de Portugal é também visível quando se olha para as componentes da PII mais vulneráveis a alterações na perceção dos riscos de mercado e sujeitas a eventual incumprimento. Com efeito, as componentes da PII com risco de incumprimento (NENDI⁴) representavam cerca de –27% do PIB no 3T, menos 15 pontos percentuais do que em 2018; e o seu valor ascendia a 62 mil milhões de euros, menos 22 mil milhões do que em 2018. À melhoria do risco de exposição via redução do

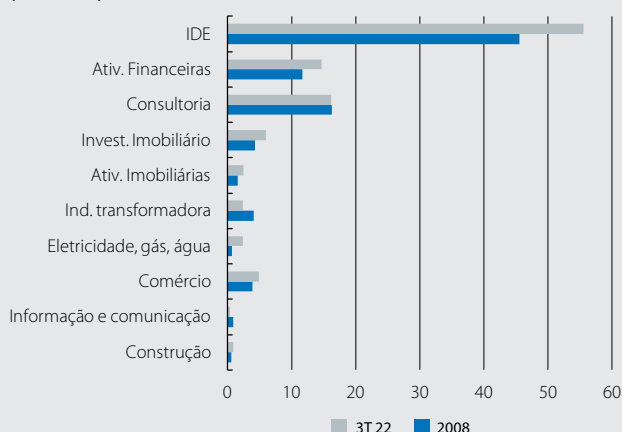
4. A PII excluindo instrumentos que não estão sujeitos a incumprimentos retira da PII total o investimento direto estrangeiro no capital, os investimentos em ações e a dívida de IDE transfronteiriça intra-empresas (em inglês NENDI, NIIP excluding non-defaultable instruments). Os valores que apresentamos são calculados por nós e representam um proxy do indicador, ligeiramente diferentes dos valores anuais calculados pelo Eurostat.

montante acresce, como garantia adicional de estabilidade, o facto da maior fatia desta ser sobre a forma de empréstimos obtidos de não residentes à administração pública, onde estarão contabilizados cerca de 57 mil milhões relativos ao PAEF⁵ e cerca de 6 mil milhões ao SURE.⁶

As componentes sem risco de incumprimento representam cerca de 60% do PIB, sendo maioritariamente constituídas por investimento direto estrangeiro. No final do 3T este ascendia a 165 mil milhões de euros, concentrando-se maioritariamente em investimentos em atividades financeiras e imobiliárias. Os primeiros representam 22% do total do IDE (26% em 2008) e o investimento imobiliário 16% do total, um incremento muito considerável face aos cerca de 10% em 2008. Muito positiva foi a evolução do investimento nos setores da eletricidade, gás e água que representa 7% do total (1,5% em 2008); menos positiva tem sido a evolução do IDE no setor industrial passando de 9% do total em 2008 para 8% no 3T 22. E, como referimos no início desta análise, uma maior captação de investimentos direcionados para a industrialização da economia será importante para incremento da base produtiva e exportadora do país, fundamental para que ocorra a redução estável da dívida externa.

Teresa Gil Pinheiro

Investimento direto estrangeiro por setor (% do PIB)



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

5. Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) acordado em maio de 2011 entre Portugal a União Europeia e o FMI e que visou o restabelecimento da confiança dos mercados financeiros internacionais, a promoção da competitividade e do crescimento económico sustentável.

6. SURE: instrumento de apoio temporário, concedido através de empréstimos, para mitigar os riscos de desemprego durante o período da pandemia.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Índice coincidente para a atividade	-5,3	3,5	7,3	7,0	6,0	...	5,4	5,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	-2,1	2,0	1,8	...	-1,9	-0,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,3	-5,3	-0,1	-2,3	-4,7	-6,6	-6,3	-6,6	-6,9
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	13,5	45,6	-22,6	4,0	...	36,4	...	...
Compra e venda de habitações	-11,2	20,5	25,8	4,5	-2,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,3	8,6	11,5	14,2	15,8	...	13,5	13,9	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	51,5	259,9	298,1	244,4	...	199,8	169,7	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-19,0	0,1	13,0	21,1	17,9	8,1	11,1	7,6	5,8
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	12,7	3,1	3,3	...	1,0	-2,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,8	7,1	5,6	3,6	...	2,5	2,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-19,3	-30,5	-31,8	-37,0	-35,2	-37,7	-38,1
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	4,7	1,9	1,1	...	0,8	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	5,9	5,7	5,8	...	6,1	...	...
PIB	-8,3	5,5	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	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Inflação global	0,0	1,3	4,3	8,0	9,1	10,0	10,1	9,9	9,6
Inflação subjacente	0,0	0,8	3,1	5,5	6,5	7,2	7,1	7,2	7,3

Setor externo

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	21,2	18,9	22,8	...	24,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	22,0	33,3	31,5	35,2	...	35,8	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,5	-4,3	-4,7	-4,3	...	-4,0	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,7	-6,9	-6,4	-5,1	...	-5,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,8	3,2	2,7	1,7	0,8	...	1,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,1	1,2	-0,8	-1,3	-2,1	...	-1,7	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	8,9	8,2	7,8	...	8,0	6,5	...
À vista e poupança	18,8	16,3	15,3	12,9	11,2	...	10,8	7,3	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,1	2,3	3,3	...	4,4	5,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	9,8	8,5	-0,1	...	4,7	10,7	...
TOTAL	8,9	9,0	8,9	8,2	7,5	...	7,9	6,6	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	2,8	2,7	2,0	...	1,8	1,6	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	1,2	1,0	-0,1	...	-0,4	-0,7	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	3,0	3,8	3,3	...	3,1	3,0	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	6,4	3,3	3,2	...	3,0	2,8	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	5,3	-1,3	-1,5	...	0,6	-0,2	...
TOTAL	4,2	2,9	2,8	2,5	1,9	...	1,8	1,5	...
Taxa de incumprimento (%)²	4,9	3,7	3,6	3,4	3,2	...	-	-	-

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 continua resiliente

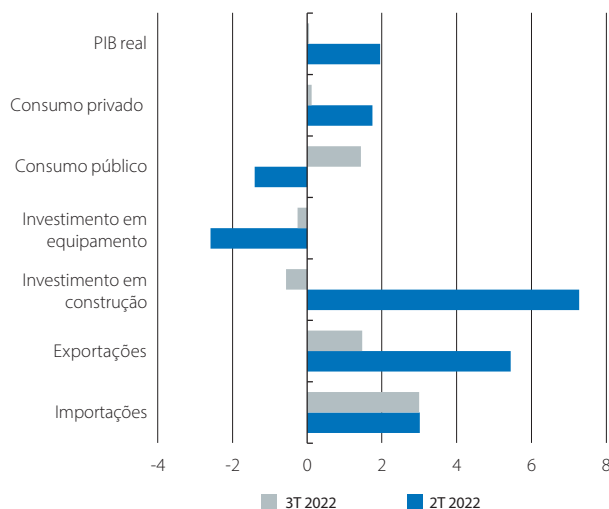
O INE melhorou o perfil de crescimento dos últimos trimestres. Em particular, reviu em alta o crescimento do PIB no primeiro semestre de 2022 e, por outro lado, reviu ligeiramente para baixo o crescimento estimado para o 3T do ano passado. Deste modo, conforme a nova estimativa, o PIB cresceu 0,1% no 1T (anteriormente -0,2%) e 2,0% no 2T, (anteriormente 1,5%). O crescimento do PIB no 3T 2022 de 2022 permaneceu praticamente inalterado e caiu de 0,2% para 0,1% trimestralmente. Na sequência destas alterações, iremos rever a previsão de crescimento do PIB para 2022 em geral. Encontra-se atualmente a 4,5%, e provavelmente acabará acima dos 5%.

Procura interna mais fraca no 3T. A ligeira revisão em baixa do PIB do 3T deve-se principalmente ao menor dinamismo do consumo privado, que passou de um crescimento trimestral de 1,1% para 0,1% na nova estimativa. Este avanço mais lento no 3T foi compensado por revisões ascendentes nos dois trimestres anteriores, de modo que o consumo permanece 5,4% abaixo do nível pré-pandémico (4T 2019), a mesma distância inicialmente estimada. O crescimento do investimento também foi revisto em baixa em 0,7 pontos percentuais, para -0,1% em variação trimestral, enquanto o consumo público foi revisto em alta em 0,8 pontos percentuais, para 1,4% em variação trimestral. A revisão em alta do consumo público não pôde compensar o menor crescimento das outras componentes, pelo que a procura interna passou de uma contribuição de 1,0 pontos percentuais para um crescimento trimestral do PIB para 0,5 pontos percentuais. A procura externa, por outro lado, teve uma contribuição trimestral menos negativa do que a inicialmente estimada, -0,4 pontos percentuais em comparação com -0,8 pontos percentuais.

Os indicadores disponíveis apontam para um enfraquecimento menor do que o esperado no 4T. Os indicadores para o último trimestre do ano passado dão sinais mistos. Por um lado, verifica-se que o sector industrial, a principal vítima dos choques de aprovisionamento, continua fragilizado. Especificamente, o PMI para o sector industrial situou-se em 45,6 pontos em média para o trimestre, o nível mais baixo desde o 2T 2020, para além de uma queda de 1% na produção industrial na média de outubro-novembro em comparação com o trimestre anterior. Em contrapartida, o PMI para o sector dos serviços melhorou durante todo o trimestre e terminou o trimestre na zona de expansão (51,6 em dezembro). Do mesmo modo, o turismo estrangeiro continua a manter um dinamismo notável. Em novembro, o número de turistas internacionais cresceu 29,2% em relação ao ano anterior e as despesas 43,2%, estando já 6,4% acima do nível registado no mesmo mês de 2019. Em novembro, o índice do comércio a retalho em termos reais aumentou fortemente, em 3,8% mensal (-0,6% homólogo), de modo que na média de outubro-novembro estava 2,7% acima da média do 3T, o que aponta para um aumento do consumo no 4T.

Espanha: componentes de procura

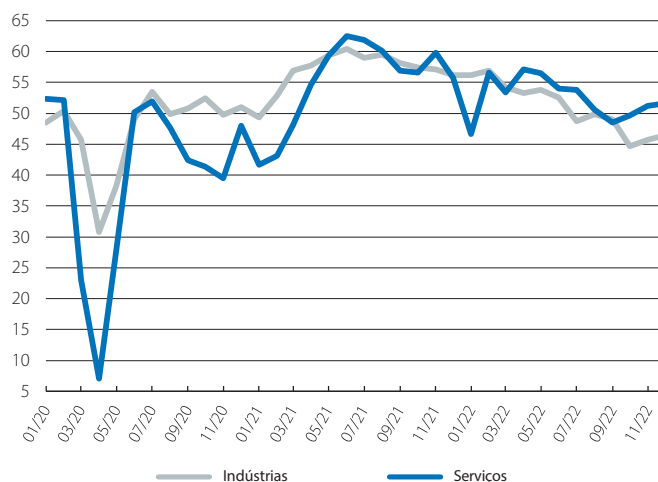
Variação trimestral (%)



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

Espanha: PMI

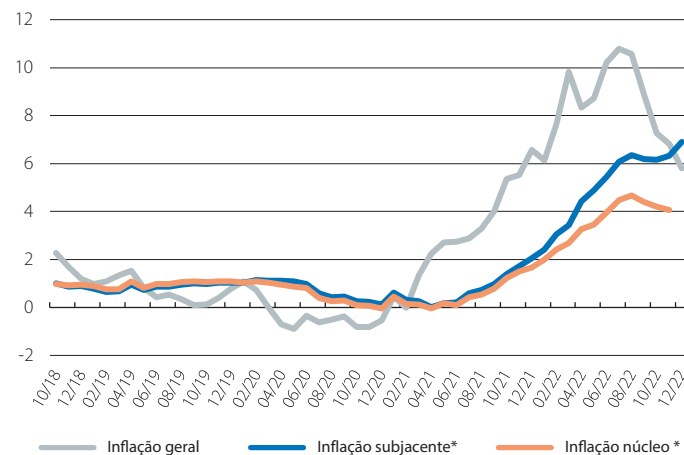
Nível



Fonte: BPI Research, com base em dados do IHS Markit.

Espanha: IPC

Variação homóloga (%)



Notas: * A inflação subjacente exclui alimentos não processados e energia. A inflação núcleo exclui todos os alimentos e a energia.

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

A criação de empregos diminuiu em dezembro, mas os resultados para o 4T, e para o ano, são positivos. As inscrições na Segurança Social aumentaram em dezembro em 12.640 pessoas, abaixo da média do mês de dezembro no período de 2014-2019 (64.300). Além disso, em termos sazonalmente ajustados, houve o primeiro declínio desde abril de 2021 (-8.347 inscritos). Em todo o caso, no 4T 2022 como um todo, os inscritos, sazonalmente ajustados, que não estão em ERTE aumentaram 0,6% no trimestre, apenas 1 décima de ponto percentual menos do que no trimestre anterior, graças ao forte aumento do emprego em novembro. No final do ano 2022, o número de associados ascendia a 20.296.271, resultando na criação de emprego de 471.360 trabalhadores no ano.

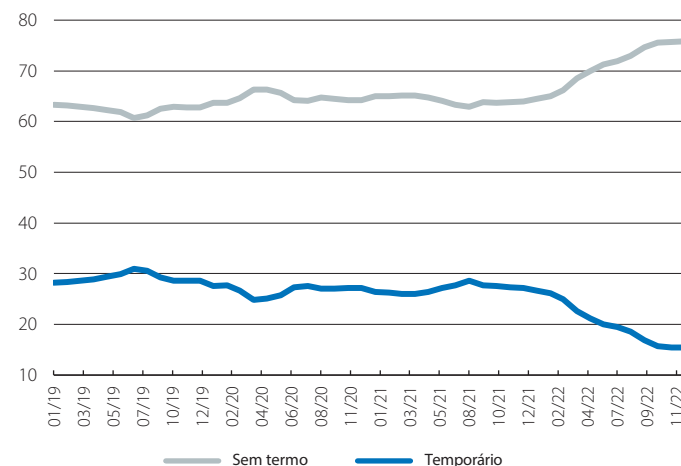
A taxa de inflação continua a atenuar-se, graças ao abrandamento dos preços da energia. Conforme a estimativa de dezembro, a inflação moderou-se consideravelmente de 6,8% em novembro para 5,8%. A moderação na taxa global deveu-se principalmente à componente energética. Contudo, a taxa subjacente (excluindo os preços da energia e dos alimentos não processados) continuou a subir para 6,9% (6,3% em novembro), impulsionada principalmente pelo aumento dos preços dos alimentos processados.

A atividade imobiliária mantém-se firme, mas o aumento dos preços das casas abranda. Em outubro, foram efetuadas 51.625 vendas e compras de casas, mais 11,4% do que no mesmo mês do ano anterior. Embora o aumento das vendas e compras tenha abrandado significativamente em relação às taxas anuais de mais de 20% registadas no início do ano, o crescimento continua a ser resistente num contexto de política monetária mais restritiva e de perda do poder de compra das famílias devido à inflação elevada. Em antecipação, esperamos que as vendas abrandem à medida que o aumento das taxas se traduz numa menor procura. Os preços das casas, de acordo com o INE, aumentaram 7,6% numa base anual no 3T, um ritmo notável mas abaixo dos 8,5% e 8,0% registados no 1T e 2T de 2022, respetivamente.

Foi aprovado um novo plano de choque para combater as pressões inflacionistas, enquanto a execução orçamental até outubro aponta para um défice em 2022 inferior a 5,0%. O défice consolidado das administrações públicas, excluindo a administração local, no período acumulado de janeiro-outubro foi de 1,2% do PIB, contra 4,4% em outubro de 2021 e mesmo 1,5% em outubro de 2019 (o défice nesse ano acabou por se situar em 3,1% do PIB). A melhoria deve-se ao elevado dinamismo das receitas fiscais (+16,3% homólogo até outubro, o que representa mais 34,5 mil milhões do que em 2021), favorecido pelo efeito dos aumentos de preços sobre as bases tributárias e a resiliência do mercado de trabalho. A despesa pública registou um aumento muito menor, de 2,4% no ano, até outubro. Por sua vez, o governo aprovou um novo plano de choque para atenuar o impacto da inflação em 2023 no valor de 10 mil milhões de euros.

Espanha: inscritos no Regime Geral por tipo de contrato

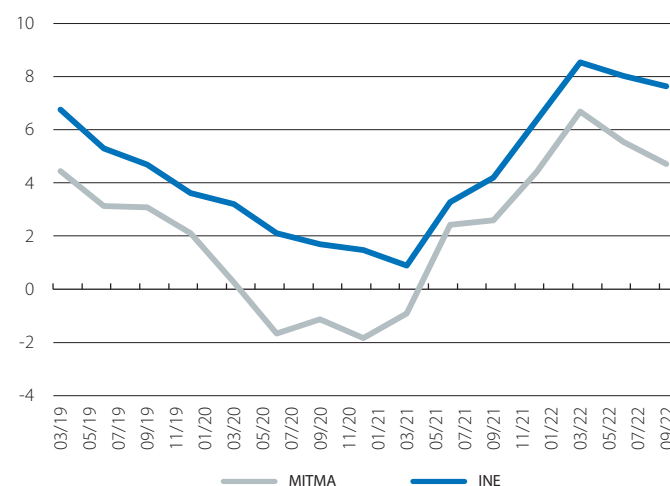
(% do número total de inscritos no Regime Geral)



Fuente: BPI Research, com base em dados do Ministério do Trabalho e da Seguridad Social.

Espanha: preços das casas

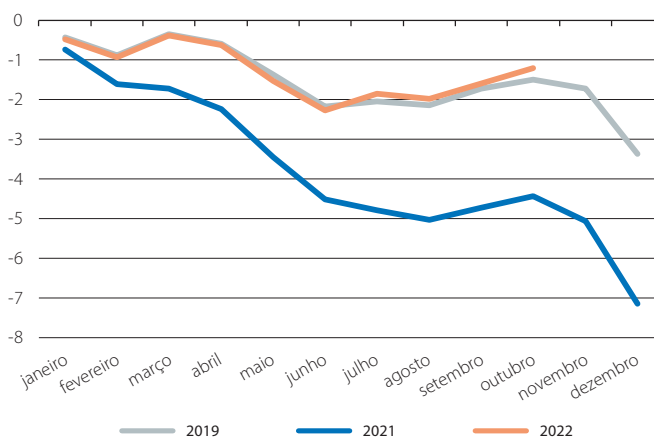
Variação homóloga (%)



Fuente: BPI Research, com base em dados do INE e do MITMA.

Espanha: capacidade/necessidade de financiamento da Administração Pública

(% do PIB)



Nota: Dados compilados sem empresas locais.

Fuente: BPI Research, com base em dados da IGAE.

A recente evolução do peso dos rendimentos do trabalho

Nos últimos três anos, assistiu-se à irrupção de uma pandemia e ao início da guerra entre a Rússia e a Ucrânia. Neste contexto tumultuoso, é interessante rever o comportamento recente dos rendimentos do trabalho sobre o PIB, uma variável de grande relevância relacionada com questões de desigualdade, competitividade, mudanças tecnológicas e outras dinâmicas estruturais.¹

O peso dos rendimentos do trabalho no PIB, geralmente avaliado através dos dados de remuneração dos trabalhadores da CNTR, apresenta, normalmente, um comportamento em contraciclo. Ou seja, aumenta durante períodos de recessão e diminui durante períodos de expansão. Este comportamento deve-se sobretudo ao facto das empresas, durante uma crise, preferirem manter os seus trabalhadores na medida do possível, de maneira a evitar, quando a economia emergir da crise, os custos associados à procura de trabalhadores que se enquadrem no perfil exigido. Em Espanha, de uma forma geral, este comportamento revelou-se menos acentuado do que noutros países desenvolvidos, devido à forte dualidade que, tradicionalmente, tem estado presente no mercado de trabalho e que se tem refletido numa maior propensão para o despedimento de trabalhadores durante períodos de recessão.

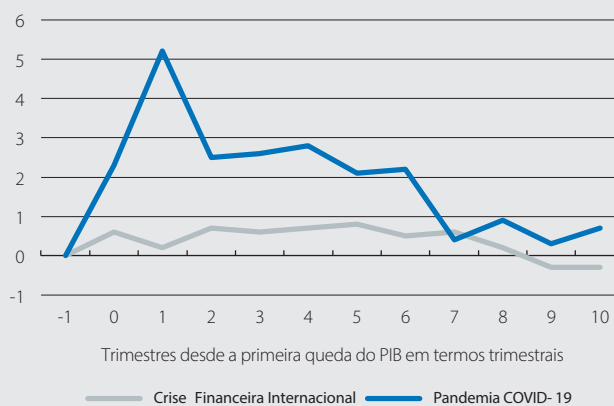
No primeiro gráfico, podemos comparar a variação do peso dos rendimentos do trabalho no PIB quando começou a Crise Financeira Internacional (CFI), em 2008, e desde o início da pandemia, em 2020. Como mencionado acima, é evidente o comportamento em contraciclo do peso do rendimento do trabalho em ambas as crises. Contudo, também é evidente que o padrão foi muito mais acentuado durante a pandemia do que durante a CFI. Durante a pandemia, os rendimentos do trabalho aumentaram o seu peso até 5 p.p. desde o seu ponto de pré-crise (4T 2019) e durante a maior parte de 2020 e 2021 permaneceram cerca de 3 p.p. mais elevados. De acordo com os últimos dados relativos ao 3T 2022, o peso do rendimento do trabalho ainda é quase 1 p.p. superior. Em contraste, durante a CFI, o peso do rendimento do trabalho aumentou apenas 1 p.p. no seu ponto máximo.

Este comportamento em contraciclo mais acentuado dos rendimentos do trabalho durante a pandemia está inequivocamente relacionado com as medidas de proteção dos rendimentos das famílias que foram implementadas durante o ano 2020. Em especial, destaca-se a introdução dos ERTE, que permitiram que mais de três milhões de trabalhadores deixassem de trabalhar (total ou parcialmente) sem perderem os seus empregos, de maneira que os

1. Há muitos anos que a literatura económica académica analisa o declínio gradual, mas constante, do peso dos rendimentos do trabalho no PIB. Consultar o Dossier «Os rendimentos do trabalho em perspetiva» em IM02/2014.

Espanha: peso dos rendimentos do trabalho sobre o PIB

Variação (p.p.)



Nota: Para a crise financeira internacional, 0 corresponde ao 3T 2008, enquanto para a pandemia, corresponde ao 1T 2020.

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

seus salários não foram afetados como se tivessem sido despedidos e, além disso, a sua reintegração posterior no mercado de trabalho foi muito mais rápida.

Estas políticas económicas, que tiveram impacto no comportamento cíclico do peso dos rendimentos do trabalho no PIB, também se refletiram na forma como o ajustamento à queda da atividade foi distribuído entre os trabalhadores. Assim, o segundo gráfico apresenta as contribuições para o crescimento da remuneração dos trabalhadores de acordo com três margens: remuneração por hora trabalhada (salários), horas trabalhadas por assalariado (margem intensiva) e assalariados (margem extensiva).

Como foi possível observar em 2020, e em particular no 2T do ano, a queda verificada na remuneração dos assalariados deveu-se, sobretudo, a uma diminuição das horas trabalhadas por assalariado (margem intensiva), enquanto a contribuição da queda do número de assalariados foi muito menor (margem extensiva). Esta queda na remuneração dos assalariados que observamos em 2020 é coerente com o aumento do peso dos rendimentos do trabalho que observamos no primeiro gráfico. Assim, os rendimentos do trabalho ganharam peso sobre o PIB, porque caíram menos do que a totalidade do PIB.²

Além disso, no 2T 2021, um trimestre em que se assistiu a uma reabertura significativa da economia, foi novamente a margem intensiva que impulsionou a recuperação da remuneração dos trabalhadores, visto que os ERTE permitiram uma rápida reintegração dos trabalhadores que aproveitaram esta opção.

2. A remuneração dos assalariados caiu, por exemplo, 12,2% no 2T 2020, enquanto o PIB caiu 21%.

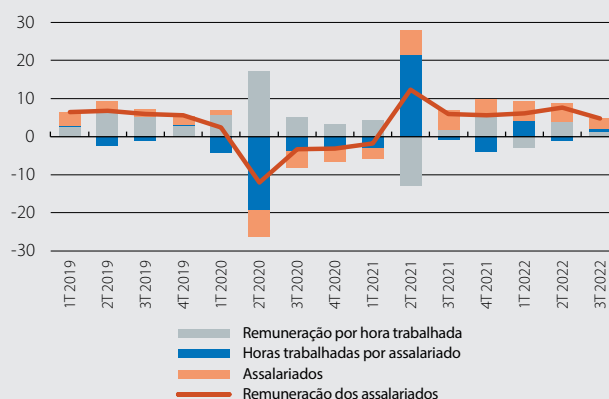
Por último, o gráfico mostra também que, desde o 3T 2021, o crescimento da remuneração dos assalariados estabilizou e passou a assentar de maneira mais clara no crescimento do emprego (margem extensiva).

O domínio da margem intensiva para explicar as flutuações na remuneração dos assalariados contrasta com a experiência durante a CFI. Como mostra o último gráfico, durante a CFI, foi a margem extensiva, e não a intensiva, que representou a maior parte da flutuação na remuneração dos assalariados.

Em síntese, neste artigo observamos como os rendimentos do trabalho aumentaram o seu peso durante a pandemia, mais do que era normal no passado. Este comportamento mais em contraciclo decorre da mudança estrutural no mercado de trabalho espanhol. Assim, os ERTE permitiram que o mercado de trabalho se adaptasse, reduzindo as horas trabalhadas por trabalhador, em vez de recorrer a despedimentos em massa. Desta forma, o impacto da crise tem sido distribuído de maneira mais uniforme entre os trabalhadores, em vez de se concentrar no grupo de trabalhadores que perde o seu emprego.³

Espanha: remuneração dos assalariados, desagregação

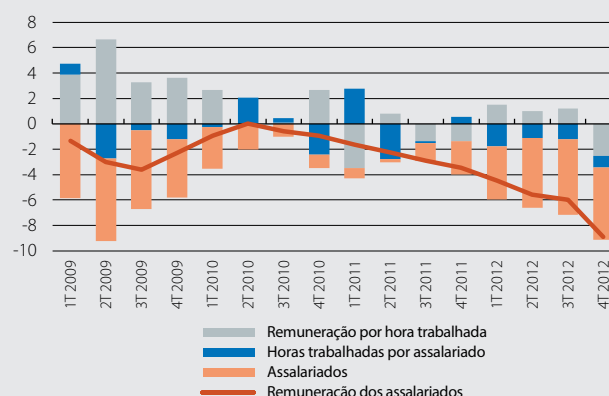
Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



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

Espanha: remuneração dos assalariados, desagregação

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



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

3. O artigo «A desigualdade salarial em Espanha regressa ao nível pré-pandemia» do IM07/2022 mostra como a desigualdade em Espanha voltou a atingir o nível pré-crise durante a pandemia muito mais rapidamente do que após a grande crise financeira. Mais uma vez, o comportamento diferencial do mercado de trabalho durante a pandemia foi um dos fatores-chave subjacentes a este resultado.

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	10/22	11/22	12/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,4	8,8	1,7	1,6	4,6	4,7	2,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-13,6	0,6	5,0	6,8	0,4	-5,2	-3,9	-7,6	-4,8
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	56,9	55,8	53,2	49,2	44,7	45,7	46,4
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	24,6	31,6	18,8	8,7	3,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,6	32,5	41,8	33,6	23,0	19,1	...	...
Preço da habitação	2,1	3,7	6,4	8,5	8,0	7,6	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	64,7	313,4	311,7	208,4	167,2	143,7	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	57,4	52,2	55,9	51,0	49,7	51,2	51,6
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	0,6	0,4	1,2	0,0	1,0	-0,6	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	-17,1	-7,5	-10,3	3,1	11,7	10,3	-14,1
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,7	-12,8	-13,1	-17,6	-26,4	-33,0	-31,6	-28,7	...
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	3,0	2,7	2,4
PIB	-11,3	5,5	6,6	7,0	7,6	4,4	-	-	-

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	10/22	11/22	12/22
Inflação global	-0,3	3,1	5,8	7,9	9,1	10,1	7,3	6,8	5,8
Inflação subjacente	0,7	0,8	1,7	3,0	4,9	6,2	6,2	6,3	6,9

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	10/22	11/22	12/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	21,2	26,2	22,2	23,3	23,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	24,8	36,1	35,2	38,1	37,9	...	...
Saldo corrente	6,8	11,5	11,5	8,5	8,5	7,0	6,2	...	...
Bens e serviços	16,3	17,9	17,9	14,2	15,3	15,7	15,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-9,5	-6,4	-6,4	-5,7	-6,8	-8,7	-9,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	11,9	22,4	22,4	19,8	21,5	19,8	19,1	...	...

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

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2023

© CaixaBank, S.A., 2023

Design e produção: www.cegeglobal.com

