

IM05

INFORMAÇÃO MENSAL
MAIO 2023



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

Considerações sobre a estabilidade financeira em tempos de endurecimento monetário

ECONOMIA INTERNACIONAL

Países emergentes face à subida das taxas de juro nos EUA, e as últimas turbulências financeiras

ECONOMIA ESPANHOLA

Redução significativa da poupança das famílias espanholas em 2022: todos os pontos-chave

ECONOMIA PORTUGUESA

Como vai o PRR português

O programa «Mais Habitação»: vícios e virtudes

Inflação e a sua sensibilidade a aumentos salariais

INFORMAÇÃO MENSAL

Maio 2023

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

BPI Research (DF-EEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

5 de maio de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Considerações sobre a estabilidade financeira em tempos de endurecimento monetário*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Países emergentes face à subida das taxas de juro nos EUA, e as últimas turbulências financeiras*

18 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Como vai o PRR português*

Teresa Gil Pinheiro

24 *O programa «Mais Habitação»: vícios e virtudes*

Tiago Belejo Correia

26 *Inflação e a sua sensibilidade a aumentos salariais*

Tiago Belejo Correia

29 ECONOMIA ESPANHOLA

31 *Redução significativa da poupança das famílias espanholas em 2022: todos os pontos-chave*

Primeiro trimestre robusto, mas dificilmente repetível

A economia portuguesa registou um acentuado crescimento no trimestre, sendo a terceira que mais expandiu a sua atividade no conjunto dos países da União Europeia. Caso o crescimento trimestral fosse nulo até final do ano (o que não é provável atendendo aos sinais de crescimento), ainda assim, a economia crescerá mais de 2% em 2023, uma expansão notável num contexto tão desafiante. Deveremos, por isso, rever as nossas projeções em breve para cima deste patamar. Por sua vez, a inflação deu mostras de descidas significativas, apesar da resistência à queda das componentes mais estáveis, e o emprego continuou a registar ganhos num contexto de aumento da taxa de participação. Todavia, apesar destes bons números, há vários sinais de arrefecimento pela frente. A economia já evidencia os primeiros sinais de embate depois das fortes (e rápidas) subidas dos juros e do arrastado período de inflação elevada. Vamos ver estas tendências mais em detalhe.

O PIB em volume aumentou 1,6% em cadeia e 2,5% face ao período homólogo, no 1T23. Olhando para esta métrica, Portugal foi o país que mais cresceu, a seguir a Espanha (3,8%) e Irlanda (2,6%), entre o conjunto de Estados Membros da UE cujos resultados foram divulgados. É sem dúvida um bom desempenho e excedeu todas as expectativas. O detalhe por componentes não é ainda conhecido, mas aparentemente a procura interna terá enfraquecido – consumo e investimento privado – sendo o resultado obtido sobretudo devido à parte externa, exportações de bens e serviços, onde se evidencia o contributo do Turismo. Efetivamente, este setor continua a mostrar boas métricas, ultrapassando até março os valores mais altos observados no pré-pandemia: por exemplo, os visitantes estrangeiros excedem já em cerca de 4% os máximos de 2019 (ou de início de 2020).

Quanto à inflação homóloga, desceu 1,7 p. p. para 5,7% em abril, uma descida notável ainda que, em grande parte, causada pela queda dos preços da energia. As componentes mais estáveis, inflação subjacente, aumentaram também menos que no mês anterior, 6,6%, menos 3 décimas que em março. Dois elementos a evidenciar: a taxa de inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos não processados, é agora superior à inflação global, situação que deverá perdurar nos próximos meses. Acresce que, neste subgrupo, cerca de metade dos preços de bens e serviços aumenta ainda a taxas homólogas superiores a 5%. Duas características que sugerem arrastamento da situação e mais tempo até que se considerem as pressões inflacionistas debeladas. Tendo isto em consideração, a nossa revisão deverá reconhecer uma menor taxa de inflação global para o conjunto do ano, mas mais pressões nas componentes core (previsão atual de 5,5% e 4,3%, respetivamente).

Entretanto, no mercado de trabalho, a taxa de emprego está em níveis máximos históricos (desde 1998, quando a série começou), em 63,9%. O que significa que praticamente 64% dos indivíduos em idade para trabalhar (critério dos 16 aos 89 segundo o INE) está efetivamente empregado. Ora este número contrasta com um patamar na ordem dos 62% antes da pandemia e 58% médios entre 2000 e 2019. Por outro lado, nos primeiros meses do ano, a evolução do ritmo de criação de emprego abrandou significativamente: 0,3% em média no trimestre que contrasta com ritmos de 4% e 5% observados ao longo de 2022. Numa outra perspetiva, a população desempregada cresce em termos homólogos desde novembro, situando-se em março cerca de 20% acima dos observados há um ano atrás. Nos primeiros 3 meses do ano, o número médio de desempregados excedeu já os valores observados durante o ano de 2019. Há, por isso, sinais claros de ligeiro agravamento no mercado de trabalho, situação que reconheceremos nas nossas previsões. Ainda assim, a taxa de desemprego média em 2023 deverá situar-se não muito distante dos níveis atuais – 6,9% em março. Refira-se que este quadro tem sido possível pelo acesso ao mercado de trabalho de população que antes estava desencorajada ou inativa (nomeadamente indivíduos na faixa etária acima dos 50 anos), o que atesta o dinamismo do mercado.

Olhando para as perspetivas de emprego e para a atividade, estamos, pois, num ponto de maior estabilização ou mesmo ligeira deterioração do ciclo. E nos próximos meses enfrentaremos possivelmente uma procura externa menos dinâmica, atendendo às perspetivas para os principais parceiros comerciais, não sendo de excluir que alguns possam mesmo entrar em recessão. Acresce que a inflação abranda, mas os preços não recuam, apenas crescem menos, pesando nos orçamentos familiares e nos custos empresariais. E será sentido o impacto pleno deste ciclo de aumentos de juros, num contexto em que mais de 80% do saldo vivo de empréstimos à habitação tem indexação variável. Motivos que nos levam a ser cautelosos e a encarar os números dos primeiros meses do ano como verdadeiramente excecionais, mas possivelmente não repetíveis tão cedo.

Paula Carvalho
Lisboa, 8 de maio de 2023

Cronologia

ABRIL 2023

- 2 A OPEP+ anuncia um corte de produção adicional de 1,15 milhões de barris por dia (mbd), para uma redução total de 3,66 mbd.
- 9 Kazuo Ueda torna-se o novo governador do Banco do Japão.
- 19 As Nações Unidas estimam que, em 2023, a Índia ultrapassará a China e tornar-se-á o país mais populoso do mundo.

FEVEREIRO 2023

- 1 A Fed aumenta as taxas em 25 p.b. para 4,50%-4,75%.
- 2 O BCE aumenta as taxas em 50 p.b. e fixa o *depo* em 2,50% e o *refi* em 3,00%.
- 6 Um sismo de magnitude 7,8 atinge a Turquia e a Síria, com o maior número de mortos desde 2010 e o quinto do século XXI.

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 que reduzirá os reinvestimentos do APP.

MARÇO 2023

- 16 O BCE aumenta as taxas em 50 p.b. e coloca a *depo* em 3,00%. e a *refi*, em 3,50%.
- 18 A Rússia e a Ucrânia prorrogam o acordo que permite a exportação de cereais e alimentos relacionados, e fertilizantes através do Mar Negro.
- 22 A Fed aumenta as taxas em 25 p.b. para 4,75%-5,00%.

JANEIRO 2023

- 1 Croácia entra na Zona Euro e no espaço Schengen.
- 8 A China reabre as fronteiras a viajantes estrangeiros depois de três anos.

NOVEMBRO 2022

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

Agenda

MAIO 2023

- 2-3 Comité Monetário da Fed.
- 4 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (abril).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 5 Espanha: índice de produção industrial (março).
Portugal: nova concessão de crédito (março).
- 9 Portugal: volume de negócios na indústria (março).
- 10 Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 12 Portugal: índice de custos de mão de obra (1T).
- 17 Japão: PIB (1T).
- 18 Espanha: comércio externo (março).
- 19 Portugal: rating Moody's.
- 26 Espanha: empréstimos, depósitos e rácio NPL (março).
Espanha: rating Fitch.
- 30 Espanha: estimativa rápida do IPC (maio).
Espanha: execução orçamental do Estado (abril).
Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
- 31 Portugal: estimativa rápida do IPC (maio).
Portugal: PIB 1T, componentes da procura.

JUNHO 2023

- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 9 Espanha: rating DBRS.
Portugal: comércio internacional (abril).
- 12 Portugal: volume de negócios no sector dos serviços (abril).
- 13-14 FOMC da Fed.
- 15 Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 16 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 23 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: distribuição do PIB (Q1).
- 29 Espanha: estimativa rápida do IPC (junho).
Portugal: rácio NPL (1T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 29-30 Conselho Europeu.
- 30 Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Espanha: execução orçamental do Estado (maio).
Portugal: estimativa rápida do IPC (junho).

Flexibilidade em tempos de incerteza

A publicação dos dados de atividade do primeiro trimestre confirmou que a economia atravessou o Inverno sem o temido arrefecimento da atividade. O crescimento global anualizado (próximo de 3,5%) situou-se acima do potencial e das expectativas mais otimistas, em resultado da continuação do bom desempenho do mercado de trabalho, da solidez dos balanços das famílias e das empresas, da recuperação das expectativas dos agentes, da reativação da economia chinesa após a sua reabertura e, por último, dos efeitos positivos da queda dos preços do petróleo e do gás nos últimos meses. A dinâmica económica foi favorecida pela redução dos desfasamentos entre a oferta e a procura e este regresso a uma certa normalidade após as contínuas perturbações dos últimos 36 meses (pandemia, problemas nas cadeias de valor, risco geopolítico, etc.) permitiu que o ciclo económico ultrapassasse os obstáculos dos últimos meses melhor do que o esperado.

Mas não é altura para complacências, pois novos desafios se perfilam no horizonte. Estamos a entrar numa fase diferente, em que alguns dos problemas da anterior continuarão a arrastar-se, já que a outra face da moeda do bom desempenho da atividade continua a ser a incerteza quanto à evolução da inflação, cujos sinais de melhoria são incompletos. A visibilidade sobre a evolução dos preços a médio prazo é limitada, uma vez que, para além das melhorias na inflação global devido a efeitos de base, a tendência da subjacente continua a mostrar resistência à descida. A curto prazo, a chave será a transmissão da restritividade da política monetária à inflação, mas também à estabilidade financeira, pondo à prova o duplo objetivo dos bancos centrais. Por enquanto, os resultados dos inquéritos sobre o crédito mostram que a subida das taxas de juro já se reflete tanto na oferta como, sobretudo, na procura de financiamento por parte das empresas e dos consumidores. Isto antecipa um arrefecimento do consumo e do investimento no segundo semestre do ano. A intensidade deste ajustamento da procura e a sua capacidade para fazer regressar a inflação ao objetivo de 2% no médio prazo determinarão se a pausa que os bancos centrais farão antes do Verão será definitiva. Após as reuniões da primeira semana de maio, esse momento parece ter chegado para a Reserva Federal, enquanto na Zona Euro haverá uma ou duas subidas de 25 p.b. antes de o BCE fazer uma pausa bem merecida.

Tudo isto se enquadra numa implementação da política monetária mais flexível e baseada em dados, de modo a poder responder a surpresas inesperadas do lado económico ou financeiro. Do lado financeiro, continuamos no

rescaldo da turbulência de março, quando foram expostas as fragilidades dos modelos de negócio de algumas instituições financeiras regionais nos Estados Unidos e as falhas de conceção na sua regulamentação e supervisão. Estas subidas acentuadas e intensas das taxas de juro constituem um «teste de stress» exigente para as instituições com fragilidades de solvabilidade e/ou de liquidez. A compra do First Republic Bank pelo JP Morgan que, em teoria, deveria ter sido o princípio do fim do primeiro episódio de instabilidade financeira neste ciclo de aperto monetário, acabou por não dissipar as dúvidas sobre a situação de algumas instituições de pequena e média dimensão nos EUA, reforçando a opinião dos mercados de que a Fed será forçada a baixar as taxas de juro a partir do Verão. Ainda parece muito cedo para dar como certo, a julgar pelas mensagens dos conselheiros do banco central, de que haverá redução de taxas num prazo tão curto. O que os investidores e a Fed concordam é com a elevada probabilidade de um ajustamento em baixa da atividade no final do ano nos EUA, a julgar pela inversão acentuada da inclinação da curva de rendimento a 3 meses e a 10 anos e pelas previsões de crescimento conservadoras do «staff» da autoridade monetária dos EUA.

Em suma, após um início de ano muito melhor do que o previsto, a robustez da economia mundial será novamente posta à prova nos próximos meses. A flexibilidade e a coordenação da política económica face a novos desafios determinarão a capacidade do ciclo económico para ultrapassar novos desafios. Ao virar da esquina, por exemplo, está a gestão do teto da dívida dos EUA.

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	5,00	3,75
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	4,41	4,00	2,80
Dívida pública 10 anos	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	2,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	1,77	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,00	3,00
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,57	3,41	2,48
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	3,36	2,42
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	3,31	2,35
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	3,38	2,46
Euribor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	3,44	2,56
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	3,20	2,50
Dívida pública 10 anos	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,13	3,00	2,80
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,23	2,93
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,38	3,15
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	4,10	3,80
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	3,46	3,20
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,57	3,38
Dívida pública 10 anos	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	4,05	3,80
Prémio de risco	19	314	60	65	97	105	100
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,10	1,15
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	81,3	93,0	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	85,0	69,8

Previsões

Varição 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	2,1	0,9	1,4
Zona Euro	2,2	0,8	-6,3	5,3	3,5	0,5	1,6
Alemanha	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,9	0,0	1,5
França	2,2	1,0	-7,9	6,8	2,6	0,3	1,4
Itália	1,5	-0,3	-9,0	7,0	3,8	0,4	1,1
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	1,0	2,1
Espanha	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	1,3	1,9
Japão	1,4	0,4	-4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,6	1,3	-11,0	7,6	4,0	-0,9	-0,2
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	8,4	3,0	5,2	5,1
Índia	7,2	6,8	-6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	-3,3	5,0	2,9	0,9	1,8
México	2,4	1,9	-8,0	4,7	3,1	1,4	2,5
Rússia	7,2	1,3	-2,7	4,8	-2,1	-3,2	3,0
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	3,0	3,2
Polónia	4,2	3,7	-2,0	6,9	4,9	0,7	3,2
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	4,1	2,7
Zona Euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,3	2,7
Alemanha	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	5,9	3,0
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,3	2,6
Itália	2,4	1,4	-0,1	1,9	8,7	5,9	2,6
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Espanha	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Japão	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,5	2,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,0	5,7	2,9
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,9	9,7	7,4	5,6
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	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	9,3	5,1	4,0
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	4,7	3,8
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	7,5	6,8
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	36,4	29,0
Polónia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,9	7,0	3,7

Previsões

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

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	4,5	0,7	2,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,1	3,5	2,9	-0,7	2,2	0,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	4,6	-1,7	2,6
Bens de equipamento	4,9	0,1	-13,3	6,3	4,0	-4,5	3,4
Construção	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,7	-0,3	2,2
Procura interna (contr. Δ PIB)	5,8	-0,3	7,6	6,5	2,9	1,1	1,9
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	-19,9	14,4	14,4	1,0	2,0
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	-14,9	13,9	7,9	-0,5	2,0
Produto interno bruto	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	1,3	1,9
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,8	1,1	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,8	12,4
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Custos de trabalho unitários	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	3,5	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,6	0,3	1,0
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	0,4	-6,5	-10,3	-6,9	-4,8	-4,0	-3,3

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

Previsões

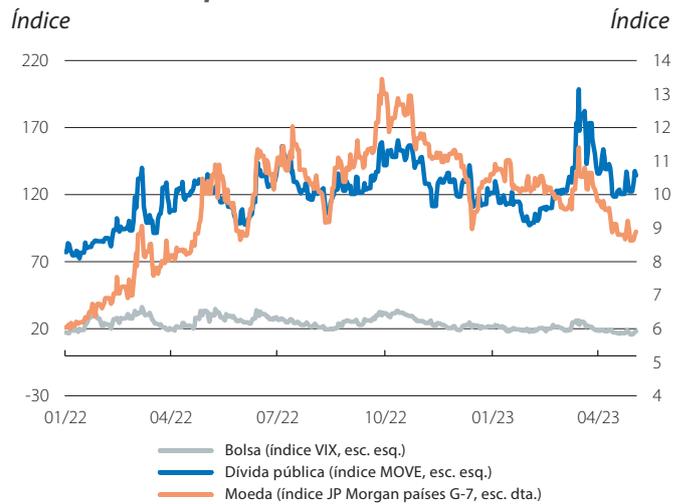
Calmaria tensa e recuperação primaveril nos mercados financeiros

A atenção dos investidores volta a centrar-se na inflação, no risco de recessão e na política monetária. Os mercados financeiros estabilizaram globalmente ao longo de abril, à medida que o radar dos investidores se afastava da turbulência financeira de março e se reorientava para as perspetivas de crescimento e inflação, com a divulgação dos dados do PIB do 1.º trimestre de 2023 e a época de resultados das empresas. Desta forma, os principais ativos viveram uma primeira quinzena de calma tensa e de recuperação moderada, antes de ziguezaguearem nas últimas semanas com sinais de pressões inflacionistas persistentes, receios de um abrandamento económico global e dúvidas sobre a situação financeira de alguns bancos regionais dos EUA, com o colapso do First Republic Bank durante a primeira parte de maio. Por seu lado, os principais bancos centrais reiteraram a necessidade de manter a política monetária com taxas mais elevadas e durante mais tempo, ao mesmo tempo que reafirmaram a dependência da evolução dos dados. Neste contexto, os mercados bolsistas internacionais encerraram o mês com resultados mistos e as *yields* soberanas subiram ligeiramente, enquanto a taxa de câmbio do dólar americano depreciou-se face às principais moedas. Os indicadores de volatilidade refletem esta estabilização ao longo de abril, embora com altos e baixos e ainda com flutuações a níveis historicamente elevados.

Os bancos centrais estão a aplicar o travão, embora com nuances. Esta calma tensa abriu caminho para que os bancos centrais avançassem com a contração monetária, embora a ritmos diferentes e com divergências crescentes quanto aos possíveis passos seguintes. Assim, no lado "hawkish", o BCE e o Riksbank da Suécia voltaram a destacar-se, com subidas das taxas de juro oficiais de 25 p.b. e 50 p.b., respetivamente, e a intenção clara de continuar a ajustá-las para cima nos próximos meses. No entanto, a Reserva Federal dos EUA aumentou as taxas em 25 p.b. para o intervalo 5,00%-5,25%, embora tenha assinalado que poderia fazer uma pausa nos próximos meses se a inflação continuar a descer e o mercado de trabalho normalizar. Uma estratégia semelhante poderá ser adotada pelo Banco de Inglaterra que, dada a surpresa em alta dos dados relativos à inflação e aos salários, deverá anunciar uma última subida das taxas na reunião de maio. Em contrapartida, os bancos centrais de alguns mercados emergentes (por exemplo, a Coreia do Sul) optaram por realizar uma pausa na subida das taxas e lançaram mesmo as bases para o início de cortes nas taxas (por exemplo, na Hungria). Por último, na primeira reunião com Kazuo Ueda como governador, o Banco do Japão manteve intacta a tendência acomodaticia da política monetária e anunciou uma revisão de 18 meses para reequilibrar o quadro aplicado.

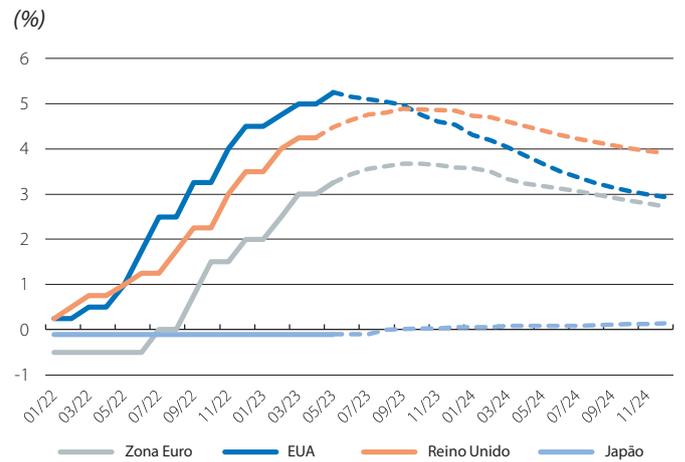
Recuperação da taxa, pelo retrovisor e para a frente. Neste contexto, as implícitas no mercado monetário reajustaram-se em alta a partir de março e regressaram aos níveis esperados no início do ano. Assim, no final de abril, os investidores esperam que o BCE aumente a sua taxa de juro *Depo* para 3,75% em setembro e inicie um processo gradual de descida em 2024. Para a Reserva Federal, pelo contrário, o pico é assumido como tendo sido atingido e será aprovado um total de 75 p.b. de cor-

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Taxas oficiais e expectativas de acordo com os mercados monetários



Nota: As linhas a tracejado correspondem às expectativas do mercado conforme os implícitos da curva de swaps OIS no final de abril.

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

Taxas de juros da dívida soberana a 10 anos



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

tes para o resto do ano, um ajustamento que seria, no entanto, inferior ao previsto em meados de março. Estas revisões refletiram-se num aumento generalizado das taxas soberanas, embora os principais índices de referência continuem a ser negociados abaixo dos níveis anteriores ao colapso do Silicon Valley Bank. As principais curvas soberanas também mantêm uma inclinação negativa entre as secções de curto prazo (2 anos) e de longo prazo (10 anos). Nos EUA, os títulos do Tesouro de curto prazo registaram uma forte subida, devido aos receios de um possível incumprimento se não for alcançado um acordo no Congresso para aumentar o limite da dívida.

Forte recuperação do euro. O receio em relação ao teto da dívida dos EUA, juntamente com a ideia de que o ciclo de subida das taxas nos EUA já terminou e pelo contrário, ainda há espaço para novos aumentos na área do euro, apoiaram a taxa de câmbio do euro. No seu câmbio com o dólar, a moeda comum encerrou o mês de abril nos níveis mais elevados de um ano, acima do limiar de 1,10. O euro também encontrou proteção na melhoria das perspectivas da economia europeia para este ano, bem como na relativa solidez do setor bancário da Zona Euro, que tem sido capaz de ultrapassar os recentes períodos de turbulência financeira sem grandes problemas.

Mercado bolsista em altos e baixos, mas com saldos positivos. Os mercados bolsistas internacionais registaram, entretanto, uma primeira semana de recuperação notável (1,8% no Euro Stoxx 50 e 0,7% no S&P 500 entre o final de março e meados de abril), antes de regressarem a uma tendência negativa nas últimas sessões do mês. Por sector, o da banca, especialmente nos EUA, foi negativo, e encerrou o mês de abril próximo do seu nível mais baixo desde o início do ano. Entretanto, na Europa, os títulos da banca registaram um saldo positivo em abril, embora ainda estejam cerca de 10% abaixo do nível registado no início de março. O sector tecnológico destacou-se pela positiva, com uma boa época de resultados no primeiro trimestre para as grandes empresas americanas, impulsionada pelo furor das tecnologias associadas à inteligência artificial. Nos mercados emergentes, as bolsas fecharam o mês de abril no vermelho, sobretudo os índices asiáticos. Já em março, os fluxos líquidos de capitais estrangeiros para o conjunto dos países emergentes diminuíram 52% em relação ao mês anterior (para 9.400 milhões de dólares), segundo o Instituto Internacional de Finanças.

Matérias-primas: (des)aperto face a um possível arrefecimento da procura. Tal como outros ativos, os receios de uma recessão económica travaram os preços da energia durante o mês de abril. Foi o caso do preço do petróleo Brent, que começou o mês com fortes subidas, na sequência da decisão da OPEP e dos seus aliados de reduzir a oferta em pouco mais de um milhão de barris por dia, para depois recuar face a um eventual enfraquecimento da procura mundial. O gás natural europeu (TTF holandês) continuou a cair para menos de 40 euros/MWh (mínimo de 21 meses), devido aos elevados níveis de reservas, ao aumento dos fluxos de importação de GNL e à moderação da procura. A este respeito, para reduzir os custos de abastecimento, a UE lançou a primeira fase de compras conjuntas de gás pelos Estados-Membros. Além disso, os preços agrícolas também registaram uma volatilidade significativa devido ao agravamento da seca em várias regiões produtoras e os preços do açúcar aumentaram mais de 50% em relação ao ano anterior, em resultado dos atrasos na produção.

Taxas de câmbio do euro face ao dólar

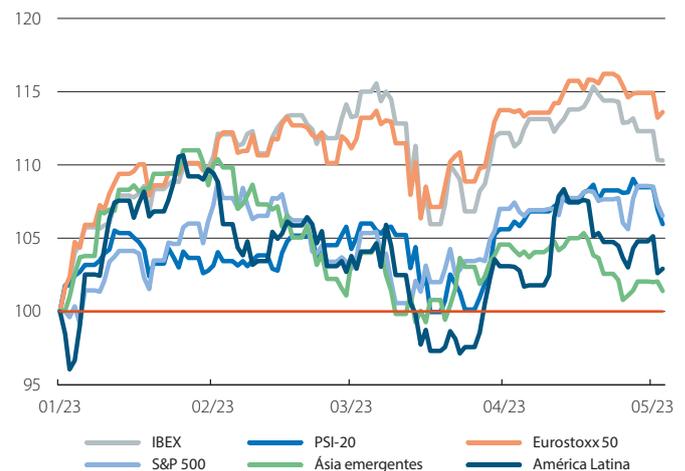
(Dólares por euro)



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2023)



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

Matérias-primas

	Medida	Preço	Variação (%)	
			Último mês	No ano
Commodities	Índice	104,3	-1,1	-7,5
Energia	Índice	32,8	-0,9	-20,3
Brent	\$/barril	79,5	-0,3	-7,4
Gás natural (Europa)	€/MWh	38,5	-19,4	-49,5
Metais preciosos	Índice	228,7	1,3	6,4
Ouro	\$/onça	1.990,0	1,1	9,1
Paládio	\$/onça	1.506,9	2,9	-15,9
Metais industriais	Índice	153,9	-3,8	-6,9
Alumínio	\$/Tm	2.356,0	-2,4	-0,9
Níquel	\$/Tm	24.219,0	1,6	-19,4
Agrícola	Índice	66,7	-2,0	-3,2
Açúcar	\$/libra	27,0	21,3	34,7
Trigo	\$/bushel	619,8	-10,5	-21,7

Nota: Dados no final do período (28 de abril de 2023).

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

Considerações sobre a estabilidade financeira em tempos de endurecimento monetário

Até recentemente, os mercados financeiros pareciam ter assimilado sem grande dificuldade a forte dose de endurecimento monetário que os bancos centrais aplicaram para controlar a inflação. Contudo, com as taxas de juro a avançar cada vez mais para um território restritivo, ou seja, para níveis que deveriam arrefecer a economia, aumenta o risco de eventos de stress e de turbulência financeira.

A este respeito, a deterioração abrupta da situação financeira de alguns bancos regionais nos EUA, com o colapso do Silicon Valley Bank (SVB), em 10 de março, e as dificuldades do Credit Suisse suíço, adquirido pelo UBS em 18-20 de março, trouxeram para a mesa os potenciais efeitos colaterais do aperto monetário, que visa a estabilidade dos preços, sobre a estabilidade financeira. Assim, em teoria, as autoridades monetárias implementam o primeiro objetivo através de medidas tradicionais, enquanto o segundo é abordado através de regulamentação, supervisão e cedência de liquidez. No entanto, em períodos de perda de confiança, os instrumentos e os objetivos podem colidir. A história também sugere que um aperto monetário rápido, acentuado e inesperado pode revelar bolsas de fragilidade financeira, como já aconteceu com o SVB.

Um episódio de stress concentrado e limitado, mas revelador

O recente período de turbulência conduziu a uma maior restritividade das condições financeiras, o que se reflete bem nos nossos índices (ICF), tanto na Zona Euro como nos EUA.¹ No entanto, os indicadores sugerem que a deterioração foi de curta duração e de muito menor intensidade do que em episódios anteriores.

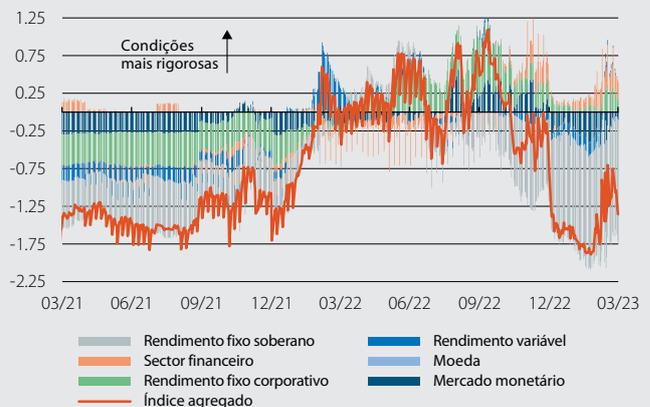
De acordo com a desagregação por componentes, o forte *repricing* das expectativas de taxas de juro e a consequente queda das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de curto prazo constituíram uma forte almofada para as condições financeiras, que estavam simultaneamente a ser pressionadas por um aumento dos spreads das obrigações de empresas (especialmente dos ativos de menor qualidade) e dos spreads das taxas interbancárias (no nosso ICF, medido pelo spread entre a Euribor a 3 meses e a bund alemã a 3 meses) e do preço de mercado das ações dos bancos. Assim, este diferencial das taxas do mercado monetário, do rendimento fixo de empresas e a penalização bolsista do sector bancário foram os principais responsáveis pela deterioração dos ICF em março.

Note-se que os nossos ICF não incluem métricas de liquidez no sistema e podem, por conseguinte, subestimar as

1. Para mais informações sobre o ICF, ver «A abordagem holística do BCE», no IM06/2021.

Condições financeiras da Zona Euro: o índice BPI Research e as suas componentes

Índice (0 = média histórica)



Fonte: CaixaBank Research.

tensões no atual contexto macrofinanceiro. Posto isto, o facto é que os índices revelam que o impacto do episódio nos mercados de capitais foi contido e em grande parte invertido, especialmente na Europa. Com efeito, nas últimas semanas, assistiu-se a uma redução do stress: nos EUA, a saída de depósitos dos bancos parou e, com isso, a utilização das janelas de liquidez da Fed diminuiu. O preço das ações do sector bancário na Zona Euro também recuperou, e até o mercado de obrigações AT1 estabilizou.

Onde é que se encontram os calcanhares de Aquiles?

A análise do mercado aponta para um episódio com causas específicas e peculiares. Contudo, o facto de a turbulência registar o seu epicentro no sector bancário prejudicou a confiança dos investidores, sendo os efeitos secundários ainda visíveis em algumas instituições e mercados. Neste contexto, o que nos diz este episódio sobre eventuais fragilidades do sistema financeiro?

Em primeiro lugar, ilustra algumas vulnerabilidades que o aumento do endurecimento monetário pode revelar no sector financeiro e, em particular, nos bancos com um grande número de depositantes não segurados e sujeitos a um elevado risco de taxa de juro (ou seja, instituições que veem a sua rendibilidade deteriorar-se face à subida das taxas de juro), como parece estar a acontecer em alguns bancos regionais dos EUA, já salientado pelo FMI.²

Em segundo lugar, no sector financeiro não bancário, existe alguma preocupação em relação a certos fundos de investimento que acumularam exposições ao risco nos últimos anos e têm posições de liquidez muito restritivas. Além dis-

2. Ver Global Financial Stability Report (2023). «Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks».

so, ao contrário do sector bancário, a maioria destes fundos não tem acesso a toda a gama de janelas de liquidez disponibilizadas pelos bancos centrais.

No que diz respeito ao sector não financeiro, tem sido dada grande atenção ao sector imobiliário, tanto residencial como comercial, visto que o arrefecimento da procura e as possíveis mudanças estruturais na sequência da pandemia ameaçam grandes correções de preços num sector que o FMI considera «significativamente sobrevalorizado».³

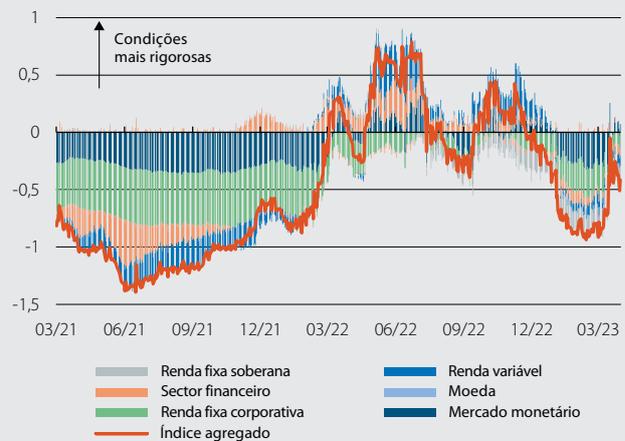
Assim, de acordo com o FMI, uma vez que o sector imobiliário comercial está estreitamente ligado ao sector financeiro, um financiamento mais restritivo e a descida dos preços podem conduzir a uma deterioração em espiral da avaliação e a um maior endurecimento que se repercute em toda a economia real. Nos EUA, esta ligação é mais forte através do canal bancário, visto que o sector do imobiliário comercial está altamente dependente da banca regional. Na Zona Euro, a exposição média dos bancos ao imobiliário comercial é menor, mas, mesmo assim, o Comité Europeu do Risco Sistémico alertou recentemente para os perigos sistémicos de uma evolução adversa no imobiliário comercial.⁴ Por outro lado, o canal de financiamento não bancário do sector imobiliário comercial é uma fonte potencial de instabilidade global. Tanto o FMI como o BCE, alertaram para a importância dos fundos de investimento imobiliário e dos mercados de títulos garantidos por hipotecas comerciais, que acumularam perdas significativas nos últimos meses.⁵

Por outro lado, o sector empresarial não financeiro demonstrou uma boa saúde nos últimos trimestres, graças ao aumento das margens, mas terá ainda de provar, durante mais alguns trimestres, a sua resistência a um ambiente de moderação do consumo e de custos de financiamento mais elevados. A turbulência financeira em março demonstra que, em cenários macroeconómicos desfavoráveis, o aumento da restritividade dos prémios de risco das empresas (especialmente para os ativos de maior risco) pode exercer uma maior pressão sobre os custos de financiamento. Este facto parece ser corroborado pelo FMI, que estima que a percentagem da dívida das grandes empresas nas economias avançadas que passaria do grau de investimento para o grau especulativo aumentaria 30 pp. num cenário de recessão grave.

Entretanto, o processo de redução dos balanços dos bancos centrais poderá também colocar desafios aos mercados de dívida soberana, numa altura em que o excesso de

Condições financeiras dos EUA: o índice do BPI Research e as suas componentes

Índice (0 = média histórica)



Fonte: CaixaBank Research.

liquidez está a diminuir, os níveis de dívida são elevados e a oferta adicional de obrigações terá de ser absorvida pelos investidores privados. Não obstante, os bancos centrais mostraram-se dispostos a apoiar estes mercados em alturas de tensão financeira, como aconteceu no Reino Unido em outubro.

Por fim, os mercados emergentes conseguiram até agora gerir o processo de normalização monetária nos países avançados e o recente período de turbulência financeira, embora continuem sob pressão e tenham de provar a sua capacidade de resistência em cenários adversos. O ambiente económico continua a ser difícil, com riscos que vão desde a geopolítica até à persistência da inflação (e consequente aumento da restritividade monetária), riscos de uma correção em alguns mercados imobiliários sob pressão ou outros acontecimentos inesperados.

3. De acordo com o FMI, o mercado imobiliário comercial parece estar significativamente sobrevalorizado em todos os países, com base no desvio do rácio entre o rendimento líquido e o preço dos imóveis em relação à sua tendência histórica.

4. Ver https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/JuntaEuropeaRiesgo/jers2023_01.pdf

5. Ver BCE. «The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations».

Taxas de juro (%)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,50	3,50	0	100,0	350,0
Euribor 3 meses	3,27	3,04	23	113,3	369,0
Euribor 12 meses	3,88	3,62	26	58,9	365,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,09	3,01	8	49,1	330,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,69	2,68	1	-7,3	241,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,31	2,29	2	-25,8	134,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,36	3,30	6	-30,4	133,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,13	3,12	1	-45,3	106,6
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,00	5,00	0	50,0	450,0
Libor 3 meses	5,30	5,19	11	53,5	393,9
Libor 12 meses	5,37	5,31	6	-11,6	267,1
Dívida pública a 1 ano	4,74	4,59	15	5,4	264,3
Dívida pública a 2 anos	4,01	4,03	-2	-41,9	122,4
Dívida pública a 10 anos	3,42	3,47	-5	-45,3	45,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	83	85	-2	-7,3	-5,6
Itraxx Financeiro Sénior	98	99	-1	-1,3	-1,0
Itraxx Financeiro Subordinado	187	184	3	15,3	-2,0

Taxas de câmbio

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,102	1,084	1,7	2,9	4,7
EUR/JPY (ienes por euro)	150,070	144,090	4,2	6,9	9,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,877	0,879	-0,3	-1,0	4,2
USD/JPY (ienes por dólar)	136,300	132,860	2,6	4,0	4,7

Matérias-primas

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	547,5	550,6	-0,6	-1,3	-14,6
Brent (\$/barril)	79,5	79,8	-0,3	-7,4	-24,2
Ouro (\$/onça)	1.990,0	1.969,3	1,1	9,1	6,5

Rendimento variável

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.169,5	4.109,3	1,5	8,6	-0,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.359,3	4.315,1	1,0	14,9	15,9
Ibex 35 (Espanha)	9.241,0	9.232,5	0,1	12,3	7,6
PSI 20 (Portugal)	6.212,3	6.046,6	2,7	8,5	5,6
Nikkei 225 (Japão)	28.856,4	28.041,5	2,9	10,6	7,6
MSCI emergentes	977,1	990,3	-1,3	2,2	-8,6

Um começo de ano melhor para a economia internacional que, no entanto, não dissipa as dúvidas

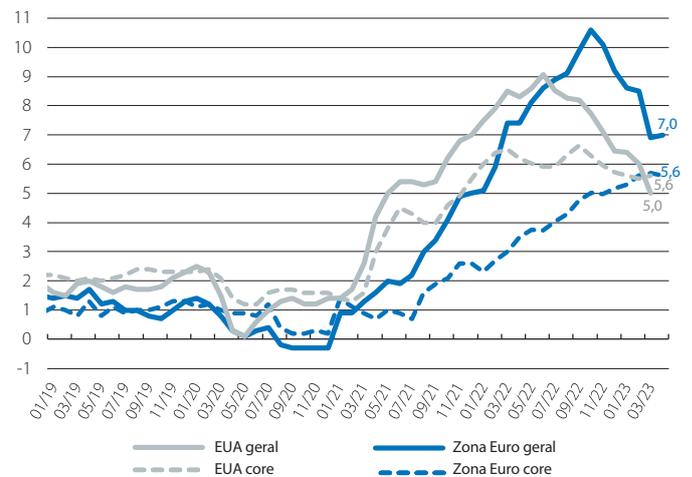
O crescimento no 1.º trimestre de 2023 foi positivo. De facto, os EUA cresceram 0,3% em termos trimestrais; a Zona Euro registou um aumento de 0,1% e a China surpreendeu com 2,2%. Este início introduz um certo enviesamento em alta nas previsões de crescimento para 2023. Contudo, o risco de uma segunda metade do ano mais fraca, à medida que as subidas agressivas das taxas acabam por se repercutir na atividade, pode influenciar negativamente o crescimento esperado em 2024. Este menor dinamismo económico, num contexto em que, *a priori*, não se preveem tensões preocupantes nos mercados da energia, permitirá que a inflação abrande, especialmente nas componentes subjacentes, que, por enquanto, se mostram resistentes à descida.

Uma avaliação positiva dos dados do PIB do 1º trimestre de 2023 nos EUA. Os dados preliminares mostram um crescimento de 1,1% em termos anuais (0,3% em termos trimestrais) no início do ano, após 2,6% no 4.º trimestre de 2022. Embora se tenha perdido o ímpeto, a análise de componentes revela uma composição bastante consistente. De facto, grande parte do abrandamento deve-se a uma redução de existências: subtraem 1,3 p.p. ao crescimento, depois de terem contribuído com quase 1,5 p.p. no trimestre anterior. Além disso, o consumo privado acelerou a sua taxa de crescimento para um valor em termos anuais de 3,7% (1,0% anteriormente), enquanto a construção caiu 4,2%, depois de ter diminuído a taxas de dois dígitos nos três trimestres anteriores. No entanto, há que ter em conta que os dados mensais revelaram uma tendência decrescente durante o período e, além disso, os dados disponíveis para abril mostram uma persistência desta tendência. Os principais indicadores sugerem que o abrandamento da economia se tornará mais pronunciado no resto do ano e sentirá os efeitos das condições monetárias mais restritivas e da recente turbulência financeira.

Republicanos e democratas negociam para aumentar o teto da dívida. O atual limite máximo de 31,4 biliões de dólares já foi atingido em janeiro, mas o Tesouro aprovou uma série de medidas excepcionais que expiram a 5 de junho para permitir ao governo cumprir as obrigações de pagamento já assumidas. Antecipando este prazo, a Câmara dos Representantes, de maioria republicana, aprovou, a 26 de abril, uma lei que aumenta o limite da dívida em 1,5 biliões de dólares, mas em troca de 4,5 biliões de dólares de cortes nas despesas e de um limite máximo de 1% para o crescimento das despesas nos próximos 10 anos. O projeto de lei tem agora de ser aprovado no Senado, onde, à data de publicação deste relatório, a maioria democrata já tinha avisado que o vetaria. Esta situação não é nova e, desde os anos 90, a falta de um acordo atempado para aumentar o teto da dívida já levou ao encerramento de mais de um dia de trabalho na administração pública em quatro ocasiões, (*shutdown*, em inglês) que implicam a suspensão da prestação de todos os serviços públicos, exceto os considerados essenciais, como solução temporária para garantir o pagamento dos compromissos da dívida. Se não se chegar a um acordo para aumentar o limite máximo da dívida, a paralisação poderá ter um impacto macroeconómico substancial: para além de ser uma fonte de incerteza e instabilidade nos mercados financeiros, o Congressional Budget Office estima que

EUA e Zona Euro: IPC

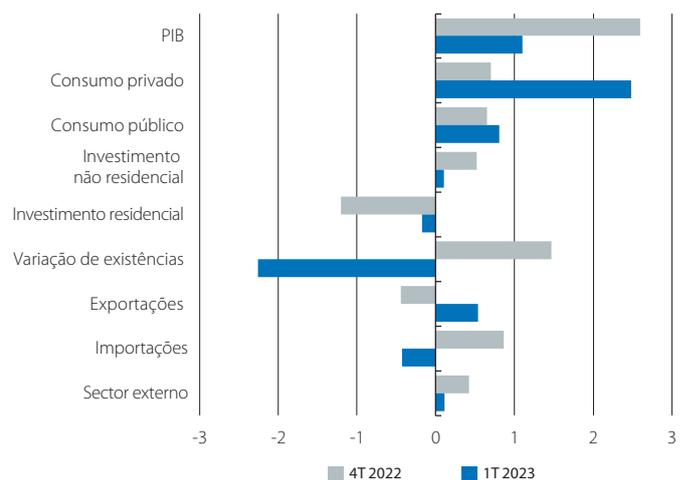
Varição homóloga (%)



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

EUA: PIB e componentes

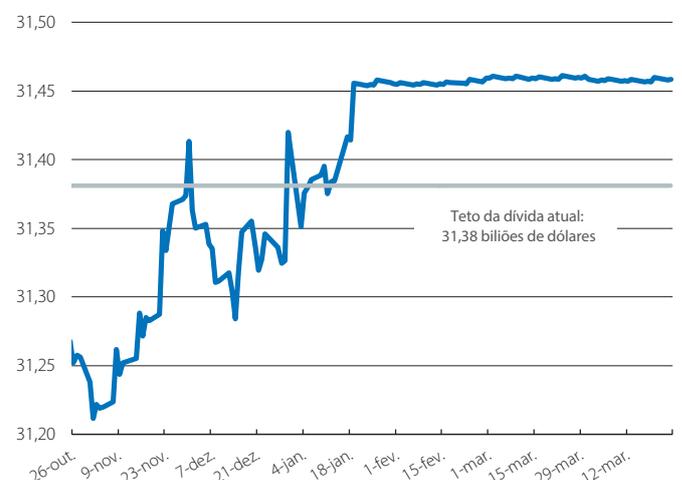
Contribuição para o crescimento trimestral homólogo (p. p.)



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

EUA: dívida pública total

(Biliões de dólares)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Fiscal Data.

o último *shutdown*, que durou cinco semanas entre dezembro de 2018 e janeiro de 2019, tenha subtraído 0,1 pontos percentuais e 0,2 pontos percentuais ao crescimento trimestral do 4º trimestre de 2018 e do 1º trimestre de 2019, respetivamente. Devido a estes efeitos importantes, estamos confiantes que, tal como no passado, acabará por se chegar a um acordo.

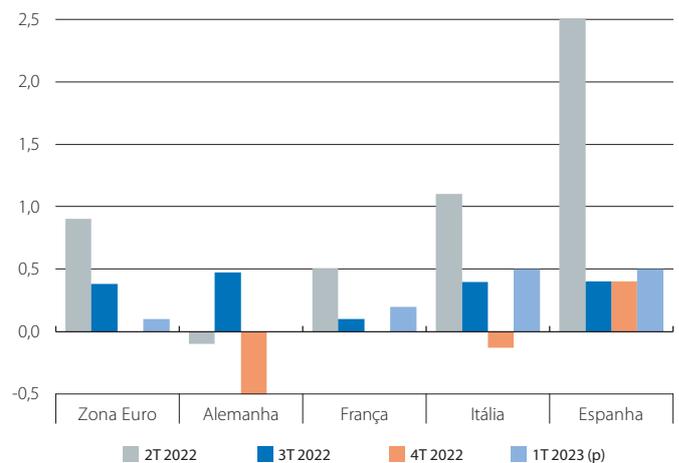
A Zona Euro consegue evitar a recessão no início do ano. A Zona Euro cresceu 0,1% em cadeia no 1.º trimestre de 2023, um resultado que, no entanto, foi novamente afetado pela enorme volatilidade dos dados da Irlanda (com uma queda de 2,7%, subtraindo mais de 0,1 p. p. ao crescimento da Zona Euro na totalidade). De entre as principais economias, destaca-se o desempenho da Itália e da Espanha (+0,5% em termos trimestrais). A França registou um crescimento moderado de 0,2%; em parte devido a um contributo negativo bastante significativo das existências (-0,3 p. p.). A Alemanha estagna no início do ano (0,0%), apesar das últimas declarações do governo de que a economia poderia registar um crescimento positivo no 1.º trimestre de 2023. Quanto à repartição por componente, o sector externo deu um contributo positivo significativo no primeiro trimestre, beneficiando de um bom arranque da economia mundial em 2023, graças, em parte, à reabertura total da economia chinesa. No que respeita à evolução da procura interna, os sinais são mais díspares: o consumo diminuiu na Alemanha e em Espanha; em França, estagnou, e em Itália, o dinamismo da sua procura interna é digno de nota.

Contudo, a incerteza para os próximos meses, continua a ser muito elevada. Embora os baixos preços do gás e o elevado nível de reservas sejam um alívio para as empresas e as famílias, o que se traduz no dinamismo de indicadores como o PMI (54,1 pontos em abril para o índice composto da Zona Euro, claramente na zona de expansão), a força está particularmente concentrada nos serviços (na Zona Euro, o PMI do sector ultrapassou os 56 pontos em abril). Por outro lado, o PMI da indústria manufatureira caiu para 45,8 (na zona de contração pelo décimo mês consecutivo) e alguns inquéritos industriais começam a mostrar sinais precoces de redução das encomendas, num contexto de existências ainda elevadas de produtos acabados. Além disso, em resultado da maior restritividade monetária do BCE, os próximos meses serão marcados pela transmissão de taxas de juro mais elevadas ao conjunto da economia (como já demonstrado pelos inquéritos do próprio BCE sobre as condições de crédito). Por conseguinte, apesar do bom início de ano, há ainda desafios importantes a ultrapassar e não é aconselhável estar demasiado confiante.

A capacidade de recuperação da China excedeu as expectativas. Com efeito, o PIB aumentou 2,2% no 1.º trimestre de 2023 (0,6% no 4.º trimestre de 2022), graças ao aumento do consumo das famílias num contexto de flexibilização das restrições da COVID, enquanto a normalização das cadeias de abastecimento deu um impulso ao setor exportador. Este início de ano dinâmico sugere que o objetivo de crescimento de 5,0% fixado pelo Governo pode ser ultrapassado com facilidade, o que poderá conduzir a uma retirada das políticas de apoio existentes e a um regresso a uma política mais consentânea com os planos definidos no Congresso Nacional do Povo. Além disso, o desempenho favorável da procura interna nos últimos meses e a recuperação da procura de crédito poderão aconselhar a aplicação de uma política monetária menos expansionista. Consequentemente, é provável que o ritmo de crescimento trimestral em cadeia abrande ao longo do ano, sem ameaçar o objetivo oficial.

Zona Euro: PIB

Variação intertrimestral (%)



Nota: (p) Dados preliminares.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

Zona Euro: crédito às famílias e às empresas não financeiras

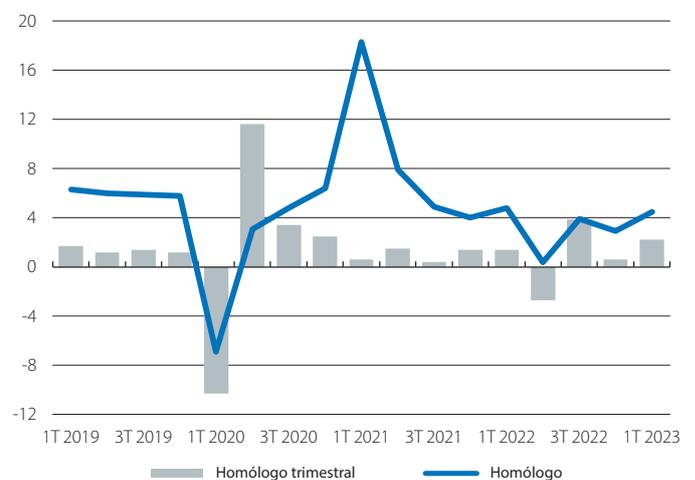
Montante em dívida (biliões de euros)



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

China: PIB

Variação (%)



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

Países emergentes face à subida das taxas de juro nos EUA, e as últimas turbulências financeiras

A Fed foi forçada a reagir energicamente para conter o aumento da inflação e ancorar as suas expectativas: nenhum dos anteriores ciclos de subida da taxa de referência registou uma subida tão grande (500 p.b.) num espaço de tempo tão curto (pouco mais de um ano), o que conduziu a um aumento significativo do rigor das condições financeiras mundiais. Quais são as implicações para as economias emergentes?

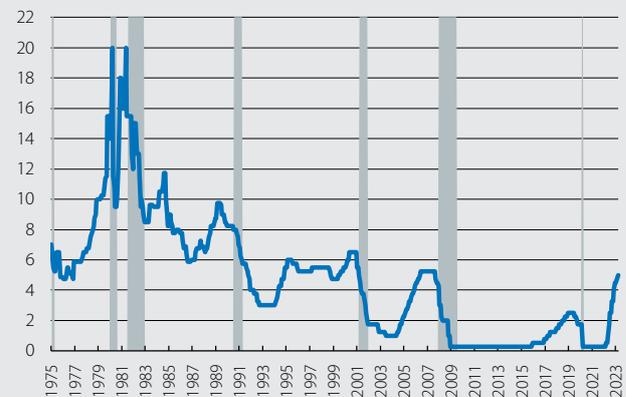
Ao longo das últimas quatro décadas, os países emergentes sofreram diversas crises durante os vários ciclos de contração monetária dos EUA com um custo económico e financeiro muito elevado. Embora as causas de cada episódio sejam diferentes (as subidas de taxas da Fed estão mais diretamente relacionadas com as crises da dívida latino-americana do início da década de 1980 e a crise do peso mexicano de 1994), o que é certo é que as decisões de política monetária da Fed afetam as condições financeiras globais, o que tem um efeito potencialmente negativo nas economias emergentes mais vulneráveis.

Além disso, o impacto de uma subida das taxas nos mercados financeiros mundiais não é sempre o mesmo, mas depende da razão da subida, como analisado recentemente pelo Banco Mundial.¹ Conforme o seu relatório, os fatores que desencadeiam a subida são: (i) um choque inflacionista, (ii) a antecipação pelo mercado de uma nova contração da política monetária ou (iii) um choque positivo no crescimento. A experiência histórica sugere que, se as subidas das taxas estiverem relacionadas com os dois primeiros aspetos, são mais prováveis efeitos adversos nos mercados emergentes, visto que ambas as situações estão relacionadas com o abrandamento económico dos EUA e a deterioração da confiança dos investidores. O contrário ocorre quando as subidas de taxas respondem a um choque de crescimento positivo. A má notícia é que o ciclo de subida das taxas iniciado pela Fed em 2022 é principalmente impulsionado pelos dois primeiros grupos de fatores.

Além disso, nestas circunstâncias, as economias emergentes que estão sob pressão tendem a registar episódios de depreciação da moeda. A este respeito, durante 2022, várias moedas emergentes depreciaram-se significativamente face ao dólar, com a lira turca, o peso colombiano, o peso argentino e a libra egípcia, e outras moedas emergentes de fronteira e de baixo rendimento, a depreciaram-se mais de 15% face ao dólar.

1. Ver World Bank Group. Dezembro de 2022. «How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends».

EUA: taxas de juro da política monetária (%)

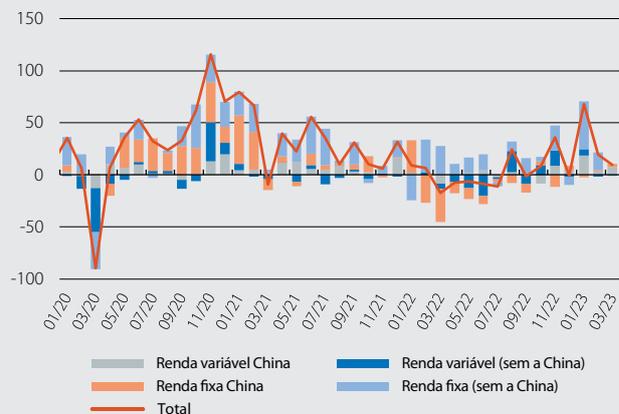


Nota: A sombreado cinzento assinalamos os períodos de recessão económica nos EUA, de acordo com o National Bureau of Economic Research.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal e do National Bureau of Economic Research.

Mercados emergentes: entradas líquidas de capital estrangeiro

(Milhares de milhões de dólares)



Nota: Fluxos líquidos de carteira dos investidores estrangeiros para as economias emergentes.

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

Primeiras consequências para os mercados emergentes

O impacto do agravamento das condições monetárias nos Estados Unidos não tinha sido tão intenso como em ciclos anteriores, até que a instabilidade bancária nos EUA, no início de março, provocou ondas de choque nos mercados financeiros mundiais. A normalização precoce das políticas monetárias em muitas economias emergentes até essa data (em alguns casos, como na América Latina, começou no final de 2021) favoreceu o alargamento dos diferenciais das taxas de juro reais em relação às das economias avançadas, contribuindo para a resiliência dos mercados emergentes durante grande parte de 2022. Os

recentes acontecimentos de instabilidade financeira intensificaram, no entanto, a redução deste diferencial, em detrimento dos mercados emergentes. Esta correção é particularmente acentuada na América Latina, onde, além disso (e para além de casos extremos como os da Venezuela e da Argentina), a inflação persiste em níveis superiores aos pretendidos, apesar das subidas de taxas dos bancos centrais.

Outro aspeto pertinente é o impacto que as decisões da Fed teriam tido nos fluxos de investimento estrangeiro para as economias emergentes. Desde o início deste ano, uma menor apetência pelo risco, devido aos receios de um abrandamento económico global, combinada com a redução dos spreads dos soberanos emergentes face aos títulos do tesouro, tornou menos atrativos os investimentos em ativos financeiros destes países, especialmente os denominados em moeda local. Por outro lado, durante o mês de março, a turbulência financeira nos Estados Unidos e na Europa, na sequência do colapso do Silicon Valley Bank, aumentou significativamente a volatilidade dos mercados financeiros, mas embora o impacto tenha sido mais notório nos mercados das economias desenvolvidas do que nos mercados emergentes, estes últimos não ficaram incólumes.²

De facto, segundo dados do Instituto Internacional de Finanças (IIF), devido a este forte aumento da aversão ao risco, só em março os fluxos líquidos de investimento nos mercados emergentes caíram 52%, com as maiores reduções concentradas nos produtos de rentabilidade fixa (pública e privada). Assim, o desenvolvimento futuro do investimento estrangeiro nestes países enfrenta riscos significativos num ambiente já de si difícil. Por um lado, o seu nível de endividamento atingiu níveis recorde,³ após vários anos de condições de financiamento relaxadas. Em contrapartida, desde a pandemia, os investidores passaram a discriminar mais os seus investimentos em função da notação de crédito dos países emissores. Isto explica o facto de a nova emissão de dívida por parte dos países com maiores défices externos ser quase inexistente.

China, um caso particular

Ao contrário de muitas economias emergentes, a China não foi forçada a apertar as condições monetárias para conter a inflação, uma vez que a implementação da sua política de COVID-19 zero levou a um arrefecimento significativo da sua economia, com o conseqüente impacto

2. Tal deve-se em parte à diferente composição dos balanços dos bancos nos mercados emergentes, onde predominam os depósitos retalhistas e a dívida de médio prazo, por oposição a uma carteira menos relevante de ativos *mark-to-market* (a preços correntes de mercado), ao contrário do que acontece nos bancos das economias avançadas.

3. Conforme o IIF, em 2022, a dívida dos países emergentes atingiu um recorde de 98 biliões de dólares, mais 30% do que em 2019; e o rácio dívida/PIB era de 250%.

Mercados emergentes: índice das condições financeiras

Desvio padrão (pontos)



Nota: Calculado com base em indicadores financeiros para 13 economias emergentes.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Capital Economics e Refinitiv.

desinflacionista: a média em 2022 era de 2,0% e desceu para 0,7% no ano. De facto, o seu banco central tem seguido uma política claramente expansionista para sustentar o crescimento económico neste ambiente de política sanitária, cujos efeitos foram intensificados pelo abrandamento da procura dos seus principais parceiros comerciais. A China também não tem problemas de acesso ao crédito nos mercados financeiros, visto que a sua dívida externa mal atinge 15% do PIB e o seu nível de reservas excede em mais de 15% o *total* da sua dívida externa. Por conseguinte, a China é menos vulnerável a episódios de instabilidade financeira mundial ou a uma maior rigidez das condições financeiras mundiais. No entanto, um dos principais problemas do sistema financeiro chinês é a sua elevada exposição à dívida das empresas: no 3.º trimestre de 2022 foi de quase 160% do PIB. A maior parte desta dívida é emitida por empresas públicas (com elevados níveis de alavancagem) e com um calendário de vencimentos muito concentrado no curto prazo. Este problema é particularmente relevante para os bancos regionais e o próprio banco central da China reconheceu que existiam cerca de 300 instituições de alto risco.

Em conclusão, parece que o aumento da instabilidade financeira afeta principalmente as economias emergentes que são mais dependentes da poupança externa para o financiamento. Aspetos como os elevados défices da balança de transações correntes ou as elevadas percentagens de dívida externa a curto prazo constituem uma fonte de fragilidade para as suas moedas, cuja depreciação seria um dos principais indicadores do seu risco. Neste sentido, e como será desenvolvido num próximo Focus, podemos adiantar que em 2023 a Turquia, Argentina, Malásia, Chile, Peru, Colômbia, África do Sul e Egito se destacam entre as economias mais expostas a uma mudança no sentimento dos investidores.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Atividade									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,6	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	8,8	9,4	7,5	5,9	7,2	5,1	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	103,4	104,0	101,3
Produção industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,9	0,5	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	47,7	46,3	47,1
Habitacões iniciadas (milhares)	1.605	1.554	1.647	1.450	1.398	1.367	1.432	1.420	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	306	313	310	303	302	300,7	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,5	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,2	60,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,6	-3,7	-4,0	-3,9	-3,7	-3,6	-4,6	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	6,0	5,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,5	5,6	...

JAPÃO

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Atividade									
PIB real	2,1	1,0	1,7	1,5	0,4	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	31,3	33,9	35,4
Produção industrial	5,6	0,1	-3,6	4,0	0,6	-1,8	-1,4	-0,8	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	9,0	8,0	7,0	1,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	-3,7	-2,0	-3,0	-3,8	-5,3	-7,7	-15,6	...
Preços									
Taxa de inflação geral	-0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,3	3,3	...
Taxa de inflação subjacente	-0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	3,4	3,7	...

CHINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	-0,8	1,6	-4,9	3,5	5,9	3,5	10,6	...
Produção industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,9	2,4	3,9	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	51,5	52,6	51,9	49,2
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	889	728	824	908	933	912,4	979,6	...
Exportações	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	0,4	-6,8	14,8	...
Importações	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	-7,3	-10,2	-1,4	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,3	1,0	0,7	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	6,9	6,8	6,9	6,9

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	5,4	...	1,1	-0,5	-2,5	...	-3,1	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	9,9	...	2,0	3,4	2,0	...	2,0	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	...	-22,7	-26,9	-26,9	-26,9	-19,0	-19,1	-17,5
Sentimento económico	110,7	...	103,9	96,5	96,5	96,5	99,6	99,2	99,3
PMI indústrias	60,2	...	54,1	49,3	49,3	49,3	48,5	47,3	45,8
PMI serviços	53,6	...	55,6	49,9	49,9	49,9	52,7	55,0	56,2
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	...	2,7	1,8	1,5	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,6	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,9	7,3	7,5	7,2	7,1	7,0	7,0	6,9	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	7,9	7,9	7,8	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	5,6	3,5	4,4	2,5	1,8	1,3	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	-0,1	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	7,2	2,6	4,2	1,0	0,4	0,8	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	7,3	3,9	5,1	2,5	1,4	1,8	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Inflação geral	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	8,5	6,9	7,0
Inflação subjacente	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,6	5,7	5,6

Setor externo

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Balança corrente	2,5	-1,2	0,6	-0,8	-1,2	...	-0,9	...	...
Alemanha	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	...	4,2	...	...
França	0,4	-2,2	-0,4	-1,4	-2,2	...	-2,1	...	...
Itália	3,1	-1,2	0,6	-1,1	-1,2	...	-1,1	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,8	90,2	88,9	91,7	93,1	93,1	93,3	94,6

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	6,1	8,4	7,8	5,7	5,7	...	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	3,2	...	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	...	3,7	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	...	3,7	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	-3,4	-3,5	...	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	17,5	...	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	2,2	4,1	7,6	19,4	21,2	...	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	...	1,9	...	...

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

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

PIB no 1T aponta para crescimento anual superior a 2%

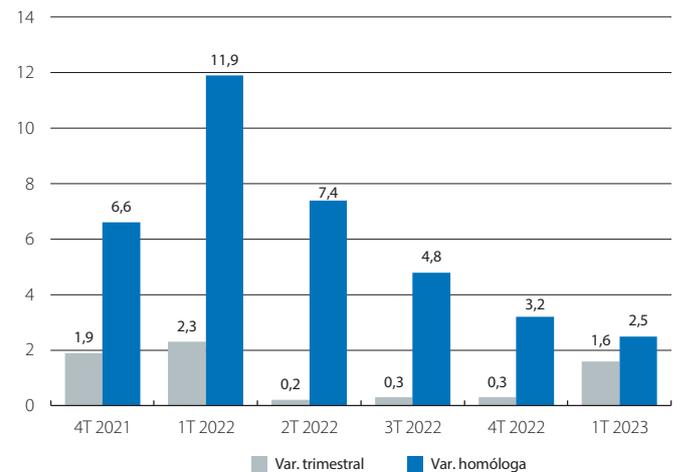
PIB surpreende no 1T 2023, avançando 1,6% em cadeia e 2,5% homólogo. Este desempenho colocou o PIB português 4,3% acima do nível pré-pandemia e torna inevitável uma revisão em alta da nossa atual previsão para o crescimento da economia este ano (1%), que apresentaremos na próxima edição. Com efeito, mesmo que a economia estagnasse nos próximos três trimestres, o crescimento anual, depois do dado do 1T, seria de 2,1%. Acresce que os dados recentes continuam positivos, nomeadamente os indicadores de sentimento de abril, os sinais de que o mercado de trabalho continua robusto, dando algum suporte ao consumo privado, e na recuperação do turismo. Ainda assim, o crescimento em cadeia deverá revelar-se significativamente mais modesto nos próximos trimestres, sobretudo pelo impacto restante do aumento das taxas de juro nos balanços dos agentes económicos (recordamos que, por exemplo, mais de 80% do stock de crédito à habitação tem implícito financiamento a taxa variável, maioritariamente indexado a Euribor 6 meses ou 1 ano (75%); esta proporção é das mais elevadas no conjunto dos países da UEM, tornando a economia bastante exposta ao efeito de aumento dos juros). Importa também referir a existência de riscos globais associados, por exemplo ao setor energético, não se podendo descartar totalmente alguns constrangimentos nos últimos meses do ano, associados por exemplo a um inverno mais rigoroso. Voltando ao dado do 1T, referimos apenas que o bom desempenho da economia reflete a melhoria do contributo da procura externa, nomeadamente através da aceleração das exportações de bens e serviços, à qual não será estranha a pujança da atividade turística.

Inflação abranda em abril. A estimativa rápida do INE mostrou um abrandamento forte da inflação para 5,7%, a sexta descida consecutiva, e, bem abaixo dos 7,4% registados em março. Novamente, os produtos energéticos com uma taxa homóloga de -12,7% explicam mais de 60% da descida da cifra do IPC Global. De salientar, contudo, que numa base mensal os preços continuaram a subir (+0,57%) embora bastante menos do que em março (+1,74%). O índice subjacente também abrandou, mas de forma mais ligeira, para 6,56%, e é agora superior ao IPC global. Acreditamos na manutenção desta dinâmica nos próximos meses e até numa intensificação, atendendo a que os efeitos de base na componente energética serão mais fortes à medida que nos aproximarmos da metade do ano. Assim, estes dados deverão redundar numa revisão em baixa da nossa previsão para a inflação média de 2023, atualmente nos 5,5%.

A população empregada voltou a atingir um novo máximo histórico. Olhando para os dados mensais, a população empregada (ajustada de sazonalidade) atingiu um novo máximo histórico em março, de 4.911.800 pessoas, o que equivale a um

PIB real

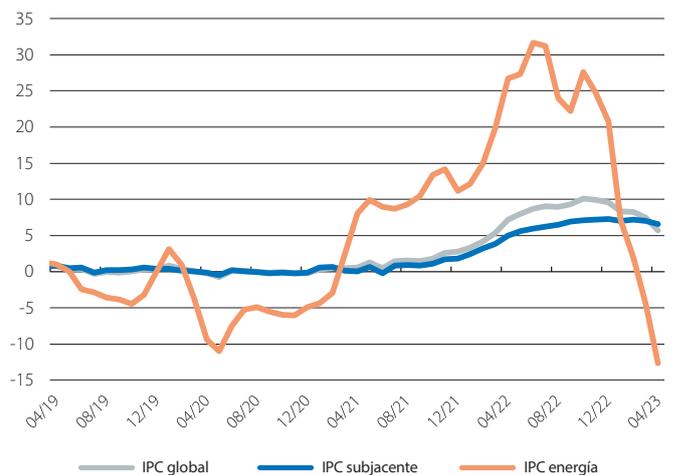
Taxa de variação (%)



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

Inflação: global, subjacente e produtos energéticos

Variação homóloga (%)

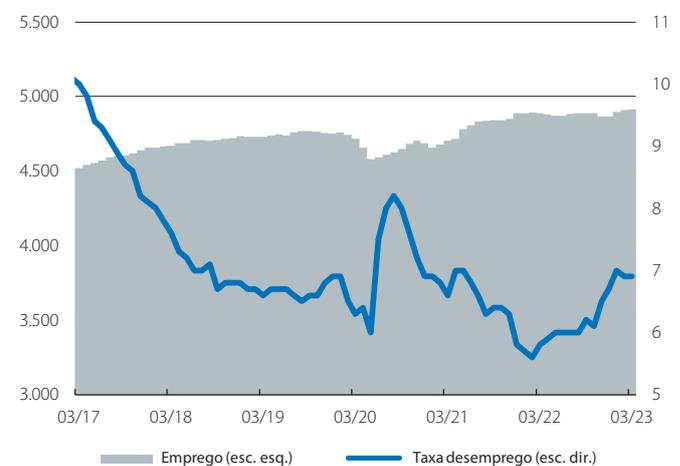


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

População empregada e taxa de desemprego

(Mil indivíduos)

(% pop. ativa)



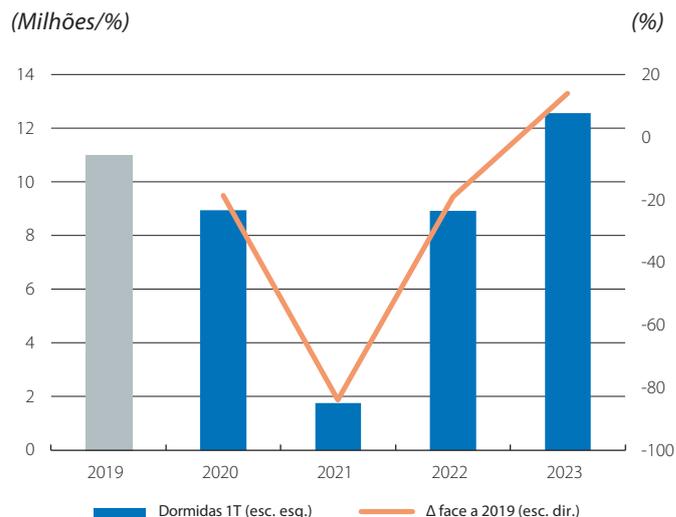
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

aumento homólogo de 0,4% (+21.800 pessoas). Ao mesmo tempo, o número de desempregados diminuiu em cadeia pelo segundo mês consecutivo, atingindo um total de 362.500 indivíduos, colocando a taxa de desemprego em 6,9% em março, tal como no mês anterior. Outro sinal mais positivo vem do desemprego registado, que em março diminuiu pelo segundo mês consecutivo, ficando abaixo da média registada em 2019, antes da pandemia (306.157, face a 314.268 em 2019). Esperamos que a taxa de desemprego aumente este ano, em linha com a desaceleração da atividade económica e aumento dos custos, nomeadamente dos custos de financiamento.

Turismo com comportamento exemplar no 1T 2023. O setor continua a ser um destaque positivo da economia nacional. Em março registaram-se 2,1 milhões de hóspedes e 5,1 milhões de dormidas, e, no conjunto do 1T 2023 as dormidas excedem o mesmo período pré-pandemia (2019) em 14,1%. Este crescimento face ao 1T 2019 é apoiado quer nas dormidas de residentes (+19,6%) quer nas de não residentes (+11,8%), aportando estes últimos um contributo positivo às exportações de serviços. Já em abril, os dados da ForwardKeys apontam Portugal como um dos países com maior crescimento face a 2019 na capacidade aérea instalada (voos intra-europa). De facto, os dados dos voos que efetivamente se realizaram nos aeroportos nacionais mostram que até finais de abril estes superavam abril de 2019 em cerca de 4%. Alicerçados nesta tendência e em outros fatores extraordinários (jornadas mundiais da juventude e crescimento do turismo originário dos EUA), 2023 deverá reunir condições para superar os anteriores máximos quer ao nível de hóspedes quer de proveitos.

Governo mantém o compromisso com a consolidação orçamental para os próximos anos. De facto, no Programa de Estabilidade 2023-2027, o Governo reviu em baixa o défice esperado para 2023, de -0,9% do PIB (inscrito no OGE 2023) para -0,4%, isto depois da surpresa positiva conseguida em 2022 (défice ficou em 0,4%, face aos -1,9% previstos pelo Executivo). Adicionalmente, deverá diminuir nos anos seguintes até atingir um ligeiro excedente em 2027 (de +0,1% do PIB). De igual modo, o rácio de dívida pública continuará a reduzir e deverá ficar abaixo dos 100% do PIB em 2025, um comportamento que será explicado pela atividade económica, inflação (no curto prazo) e excedentes primários em todo o horizonte de projeção. Por sua vez, o Governo espera um agravamento dos encargos com juros para níveis próximos dos 3% do PIB a partir de 2025 (2,8%). Entretanto, a execução orçamental continua bastante favorável: no 1T, registou-se um excedente de 3,0% do PIB (corrigido do impacto da transferência do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos para a CGA), com um crescimento da receita (7,4% homólogo) largamente superior ao da despesa (2,4%). Considerando estes dados, a surpresa positiva registada em 2022 e uma avaliação da situação económica mais positiva do que anteriormente é provável que a nossa previsão para o saldo orçamental em 2023 (atualmente em -0,9% do PIB) se revele demasiado cautelosa.

Turismo: dormidas no 1º trimestre



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

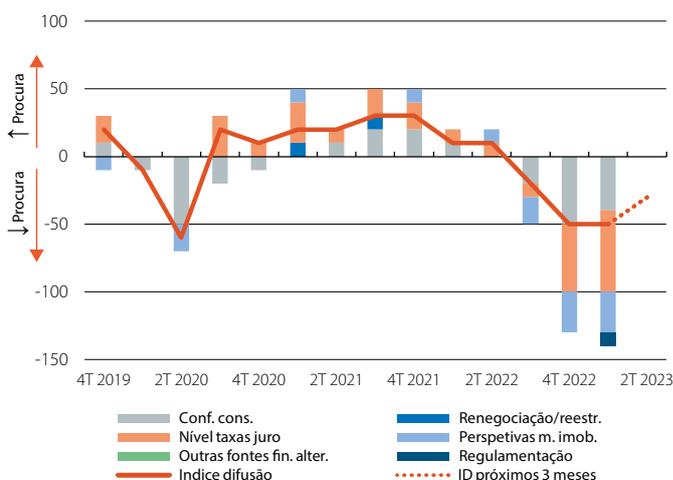
Principais rubricas das contas públicas

% PIB	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Var. p. p. 2027/22
Saldo orçamental	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
Receita fiscal	25,9	25,1	24,9	24,8	24,7	24,5	-1,4
Contribuições p/ Seg. Social	12,4	12,2	12,2	12,2	12,3	12,3	-0,1
Outros	6,1	7,1	6,8	6,7	6,3	5,4	-0,7
Total receita	44,4	44,4	43,9	43,7	43,3	42,2	-2,2
Prestações sociais	18,7	17,9	17,9	17,8	17,7	17,5	-1,2
Despesas com pessoal	10,8	10,7	10,6	10,5	10,4	10,3	-0,5
Juros	2,0	2,3	2,7	2,8	2,8	2,8	0,8
Investimento	2,5	3,2	3,4	3,5	3,4	2,9	0,4
Outros	10,8	10,7	9,5	9,1	9,0	8,6	-2,2
Total despesa	44,8	44,8	44,1	43,7	43,3	42,1	-2,7

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Programa de Estabilidade 2023-2027.

O crédito tem perdido fulgor e assim deverá continuar no próximo trimestre. De facto, em resposta ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os bancos revelaram uma redução da procura por parte das empresas e dos particulares no 1T do ano. Em causa estará o aumento dos custos de financiamento para ambos os segmentos de crédito, juntamente com a menor necessidade de financiamento do investimento (no caso das empresas) e da redução da confiança dos consumidores e das perspetivas quanto ao mercado imobiliário (no caso dos particulares). Assim, a carteira de crédito do sector privado não financeiro manteve-se inalterada em março, com a desaceleração do crédito à habitação (1,5% homólogo, face a 2,1% em fevereiro) e queda do crédito a empresas (-2,1% homólogo), não sendo possível, à data em que escrevemos, conhecer o detalhe das novas operações de crédito. Para o 2T, os bancos antecipam que a procura continue a diminuir, quer no caso das empresas (nomeadamente os empréstimos de longo prazo e de PME), quer nos particulares (para compra de casa).

Índice de difusão: procura de crédito à habitação (Índice)



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

Como vai o PRR português

A contratualização da totalidade dos investimentos, que ascendem a 16.644 milhões de euros, terminou em abril de 2022. E os investimentos já aprovados ascendem a 12.249 milhões, o que corresponde a uma taxa de aprovação de 74%, que parece promissora para o aproveitamento dos fundos que Portugal irá receber até 2026.

Mas há um senão: é que as transferências realmente efetuadas para os beneficiários (investidores) são muito inferiores aos investimentos já aprovados. No final do primeiro trimestre apenas 1.720 milhões de euros, tinham sido pagos a beneficiários diretos e finais, ou seja cerca de 14% do aprovado e 10% do valor contratado total. Um dos fatores por detrás do registo de taxas de pagamento tão reduzidas, poderá ser adiamento de decisões de investimento, dado o ambiente de maior incerteza que afetou a atividade na segunda metade de 2022, a que acresce o aumento dos custos de produção (incluindo mão de obra, custos de financiamento mais altos, preços dos materiais) que tem vindo a acontecer desde o ano passado. De notar, que as transferências para os investidores só ocorrem após estes apresentarem as despesas relacionadas com os projetos já aprovados.

Dito isto, como tem sido a distribuição dos fundos pelos vários beneficiários? Primeiramente, constatamos que a distribuição entre os pagamentos a beneficiários diretos – entidades públicas responsáveis pelos investimentos e beneficiários finais – entidades publicas ou privadas cujos

projetos foram selecionados – tem vindo a tornar-se mais equilibrada; em março, os beneficiários finais, que abrangem o setor privado, já ultrapassavam ligeiramente os fundos absorvidos pelo setor público: 915 milhões de euros no caso dos primeiros e 805 no caso dos segundos. Assim, no final do primeiro trimestre, a distribuição percentual entre estes dois tipos de beneficiários era idêntica: 50% para cada, representando uma significativa recuperação dos beneficiários finais, que até outubro de 2022 tinham recebido menos de 25% dos valores pagos.

Por tipo de beneficiário, as entidades públicas e as empresas públicas estão entre as que mais fundos receberam; contudo face ao valor dos projetos aprovados ainda apresentam taxas de pagamento reduzidas, na ordem dos 13%. Por sua vez, famílias e escolas são os setores cujos pagamentos mais se aproximam dos montantes aprovados, possivelmente refletindo a menor complexidade dos investimentos. No caso das famílias estarão essencialmente em causa os apoios à melhoria da eficiência energética residencial e no caso das escolas, os apoios no âmbito do programa de transição digital das mesmas, que inclui, por exemplo, a aquisição de computadores para professores e alunos e de projetores digitais para as escolas.¹ Nestes dois recetores de fundos, os montantes aprovados até março também já excedem os valores orçamentados até março de 2023,² que no caso das melhorias na eficiência residencial era de 136 milhões de

Montantes aprovados e pagos por tipo de beneficiário

	Montante Aprovado (milhões de €)			Montante Pago (milhões de €)			Taxa de Pagamento (%)		
	2021	2022	Março 2023	2021	2022	Março 2023	2021	2022	Março 2023
Famílias	21	136	161	19	123	136	90,5	90,4	84,5
Instituições de Economia Solidária e Social	1	270	311	0	34	41	0,0	12,6	13,2
Empresas	0	2.829	3.440	0	153	285	100,0	5,4	8,3
Instituições Sistema Científico e Tecnológico	0	131	286	0	9	15	–	6,9	5,2
Instituições de Ensino Superior	0	609	614	0	41	66	–	6,7	10,7
Escolas	228	247	253	30	212	218	13,2	85,8	86,2
Autarquias e Áreas Metropolitanas	120	1.105	1.265	16	103	119	13,3	9,3	9,4
Entidades Públicas	1.536	3.437	4.103	140	455	541	9,1	13,2	13,2
Empresas Públicas	1.614	2.186	2.230	155	279	299	9,6	12,8	13,4
TOTAL	3.520	10.950	12.663	360	1.409	1.720	10,2	12,9	13,6
% do total do PRR	21,1	65,8	76,1	2,2	8,5	10,3			

Fonte: Banco BPI com dados do Plano de Recuperação e Resiliência - recuperaportugal.gov.pt

- Embora a aquisição deste material, nomeadamente, computadores tenha sido realizado há alguma incerteza quanto ao cumprimento do objetivo de aumento da digitalização do ensino na medida em que muitos dos computadores comprados ainda não terão sido distribuídos.
- Os valores orçamentados são anuais. Admite-se igual distribuição do valor anual pelos 4 trimestres do ano.

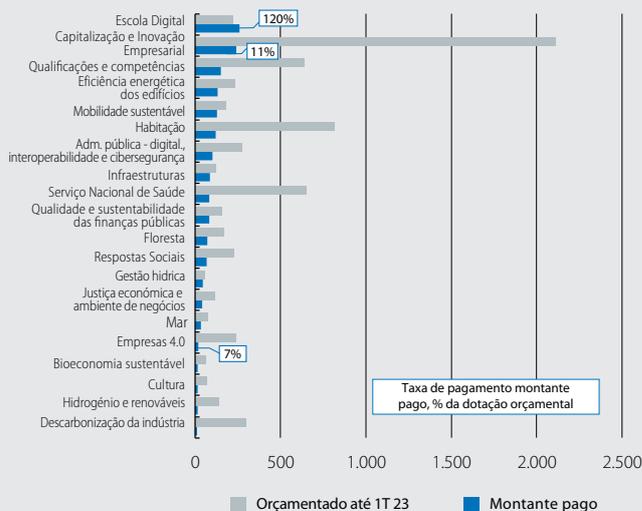
euros e no da transição digital das escolas era de 218 milhões. No polo oposto, estão as empresas e os investimentos na descarbonização da indústria, com taxas de pagamento dos investimentos já aprovados de apenas 7,1% e 3,4%, respetivamente.

Em 2022 registou-se uma aceleração dos montantes aprovados e pagos face ao ano anterior. O montante global dos investimentos aprovados subiu para 10.950 milhões de euros, dos quais 7.430 milhões foram aprovados no último ano, mais que duplicando o valor de 2021; nos pagamentos, a trajetória foi idêntica, mas mais forte, tendo os pagamentos praticamente quadruplicado em 2022, tendo atingido cerca de 1.410 milhões de euros. Os primeiros dados relativos a 2023, dão sinais de uma ligeira aceleração tanto nas aprovações como nos pagamentos, tendo a média mensal das aprovações e pagamentos aumentado para 685 milhões em 2023 face a 619 milhões em 2022 no caso dos montantes aprovados; e para 104 milhões de 87 milhões no caso dos pagamentos. Por setores, a aceleração das aprovações no início de 2023 é significativa no caso dos investimentos de empresas, passando de uma média mensal de 236 milhões em 2022 para 244 milhões em 2023, e os pagamentos médios mensais de 13 milhões para 44 milhões, o que poderá indicar o incremento da taxa de investimento das empresas, já que a receção de fundos está dependente da apresentação de despesas por parte dos beneficiários.

A análise da taxa de pagamento face ao orçamentado padece do mesmo problema, ou seja, baixa taxa de execução que no final do 1T representava cerca de 25% dos valores orçamentados até ao período. O valor orçamentado total para os investimentos até ao 1T ascende a 6.826 milhões de euros, mas apenas cerca de 1.700 milhões foram pagos.

A componente capitalização e inovação empresarial é a que concentra o maior valor orçamentado até ao 1T (2.109 milhões), mas o montante pago ascende apenas a 240 milhões de euros, distribuídos pelos consórcios empresariais para desenvolvimento das agendas para a inovação e que têm por finalidade o desenvolvimento de produtos e serviços de elevado valor acrescentado (173 milhões de euros); a recapitalização do sistema empresarial dos Açores e relançamento económico da agricultura açoriana (20 milhões) e a capitalização de empresas e resiliência financeira (31 milhões). A componente habitação é a 2ª com maior dotação orçamental e apresenta uma taxa de pagamento também reduzida (15%). Até à data os investimentos pagos concentram-se, essencialmente, em melhorias do tecido habitacional nas regiões autónomas e na criação de alojamento estudantil a custos acessíveis. Em terceiro lugar surge o SNS com uma taxa de pagamento de 12,5% e em quarto a componente qualificações e competências, com uma dotação orça-

Montantes orçamentados e executados (Milhões de euros)



Fonte: Banco BPI com base em dados da CE e Missão Recuperar Portugal.

mental até março de 2023 de 640 milhões de euros e com apenas 150 milhões efetivamente investidos (taxa de pagamento de 24%). Nesta componente destacam-se os apoios financeiros para a contratação permanente, o investimento em centros tecnológicos especializados (37 milhões) e o projeto STEAM³ (26 milhões). As taxas de pagamento mais significativas centram-se na componente escola digital, cujo pagamento já excede o orçamentado até março, na gestão hídrica e nas infraestruturas, com taxas de pagamento de 77% e 73%, respetivamente. Na gestão hídrica destacam-se investimentos na melhoria da eficiência hídrica no Algarve e Açores; nas infraestruturas destacam-se investimentos pagos na assinatura de um projeto rodoviário.

Até à data, Portugal recebeu 5.144 milhões de euros, dos quais 1.820 milhões já em 2023, mas que estavam programados para 2022, um atraso de poucos meses. Os fundos recebidos até 2022, representam cerca de 70% do total programado para o período, uma taxa favorável, mas que está emolada pela receção do pré-financiamento (2.159 milhões) que é descontado aos desembolsos programados em cada um dos períodos, mas que está disponível para ser transferido para os beneficiários, mal os seus projetos sejam aprovados e apresentadas os respetivos documentos justificativos das despesas.

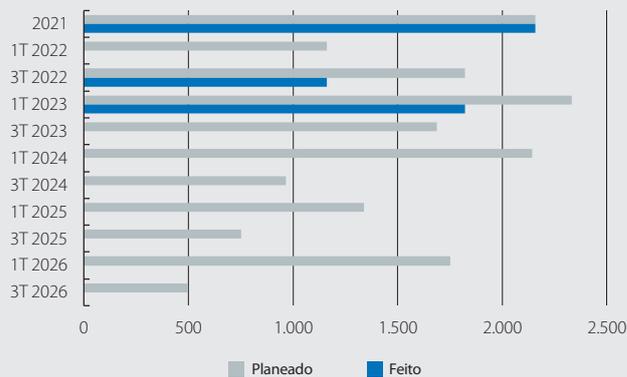
Em 2023, verifica-se já um atraso na calendarização programada para a receção dos fundos (a primeira tranche estava programada para o 1T 2023, mas ainda não foi sequer efetuado o pedido), o que é justificado pelas autori-

3. Tem por objetivo promover e apoiar iniciativas orientadas exclusivamente para aumentar a graduação superior de jovens em áreas de ciências, tecnologias, engenharias, artes e matemática (STEAM- Science, Technology, Engineering, Arts and Mathematics).

dades pelo facto de Portugal estar em processo de reprogramação do PRR que tem como objetivo, entre outros, de enquadrar a receção de 1,6 mil milhões de euros adicionais.⁴ Contudo, mesmo num cenário idêntico ao de 2022, ou seja em que o país recebe apenas a primeira tranche e a segunda resvala para 2024, Portugal acaba por em 2023 receber um valor idêntico ao que estava programado (4.100 milhões de euros, equivalente a 1,6% do PIB estimado para o ano), representando um contributo não negligenciável para o crescimento da economia, sobretudo via expansão do investimento, devendo limitar o impacto negativo que o forte aumento das taxas de juro e restantes custos pode ter nas decisões dos investidores.

Teresa Gil Pinheiro

Desembolsos previstos ao longo do programa
(Milhões de euros)



Fonte: Banco BPI com base em dados da CE e Missão Recuperar Portugal.

4. O Regulamento do Mecanismo de Recuperação e Resiliência prevê ajustes na distribuição dos fundos do NGEU pelos vários países em função do crescimento acumulado do PIB real em 2020-21, que no caso de Portugal foi negativo, refletindo-se num incremento dos fundos atribuídos em 1,6 mil milhões de euros.

O programa «Mais Habitação»: vícios e virtudes

A 16 de Fevereiro o Conselho de Ministros aprovou um conjunto de medidas que visam o objetivo de ter um parque habitacional capaz de garantir habitação digna a toda a população. A face mais visível é o plano de intervenção designado «Mais Habitação». Estas iniciativas são o reconhecimento da incapacidade atual de resolução do complexo problema da habitação e implicitamente confirmam a existência de uma falha de mercado, mas será mesmo assim? Os dados do Inquérito às Condições de Vida e Rendimento (2021) do INE indicam uma Carga mediana das despesas em habitação¹ e uma Taxa de sobrecarga das despesas em habitação² de apenas 10,5% e 5,9%, respetivamente. Se estes rácios fossem calculados com os dados mais recentes, após subida de taxas de juros, sairiam mais gravosos; mas ainda assim em parâmetros aceitáveis e que parecem dar uma ideia muito diferente do cenário negro que é propalado. Também o endividamento das famílias e o valor dos empréstimos à habitação, ambos em percentagem do PIB, são substancialmente inferiores aos que se verificavam quando ocorreu a última «crise» no mercado imobiliário em Portugal, em 2011-2012.

Qual é afinal o motivo de preocupação na origem deste conjunto de medidas? Em uma palavra: acessibilidade. Nos últimos anos o ritmo de aumento do preço da habitação e das rendas tem sido superior ao ritmo de aumento dos rendimentos das famílias (primeiro gráfico), tornando o acesso à habitação relativamente mais caro. De acordo com o indicador House price-to-income da OCDE³ (com dados do 3T 2022), Portugal é o terceiro país da UE com pior métrica, atrás apenas de Países Baixos e República Checa. Se é verdade que, em condições normais de mercado, quem pretende mudar de casa pode contar com mais valias da venda da atual para aplicar na compra da nova, quem entra de novo no mercado, especialmente os mais jovens, enfrentam uma realidade mais adversa daquela que acontecia se recuarmos dez anos: além dos preços elevados deparam-se com critérios mais apertados na concessão de crédito à habitação, e necessidade de entradas mais altas, por exemplo.

Neste artigo não pretendemos dissecar os motivos que explicam os aumentos de preço da habitação, mas uma ideia é relativamente consensual entre os vários agentes

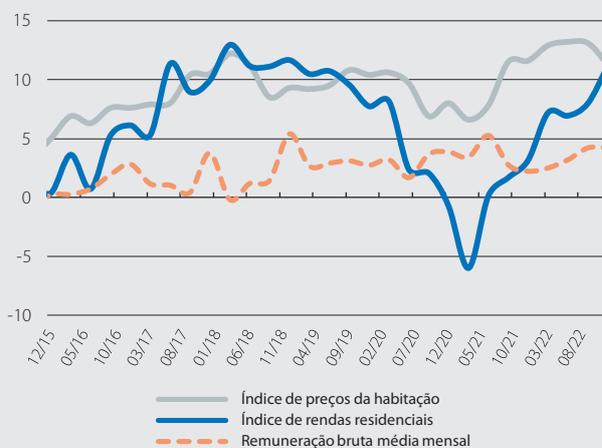
1. Carga mediana das despesas em habitação refere-se à mediana da distribuição do rácio entre as despesas anuais com a habitação e o rendimento disponível do agregado, deduzindo as transferências sociais relativas à habitação em ambos os elementos da divisão.

2. Taxa de sobrecarga das despesas em habitação refere-se à proporção da população que vive em agregados familiares em que o rácio entre as despesas anuais com a habitação e o rendimento disponível (deduzidas as transferências sociais relativas à habitação) é superior a 40%.

3. Compara o preço da habitação com o rendimento disponível por habitante.

Preços da habitação, rendas e remunerações

Varição homóloga (%)



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

do mercado: com uma procura forte e um ritmo de nova construção modesto, um aumento de oferta de imóveis no mercado (novos ou usados) é decisivo para poder fazer descer preços. Esta também é a visão do executivo que incluiu no programa algumas medidas que apontam diretamente a este objetivo. Uma delas é a simplificação dos licenciamentos passando a ser possível licenciar os projetos de arquitetura e especialidade com base nos termos de responsabilidade dos autores. Também a criação de sanção pecuniária às autarquias em caso de incumprimento de prazos para licenciamento. Outra, dar a possibilidade de converter o uso de imóveis de Comércio ou Serviços para uso habitacional sem necessidade de revisão de planos de ordenamento do território ou da licença de habitação. Outra ainda a disponibilização a cooperativas (ou promotores privados) em regime de CDH⁴ solos ou edifícios públicos para construção, reconversão ou reabilitação de imóveis para arrendamento acessível. Vemos estas medidas como sendo, genericamente, positivas. As medidas ligadas ao licenciamento podem trazer maior rapidez ao ciclo de exploração da atividade da construção e no limite reduzir o tempo que medeia entre o início do projeto e a conclusão, baixando custos de construção. Existem alguns riscos: na questão do licenciamento a possibilidade de algum facilitismo se a fiscalização subsequente não funcionar. Também alguma desorganização urbanística na reconversão de imóveis que não estavam originalmente previstos para habitação. Por outro lado, os CDH só funcionarão se houver atratividade do negócio para os investidores, ou seja, em que medida o arrendamento acessível permite um *payback* frutífero.

Outro vetor do programa passa por aumentar o número

4. Contrato de Desenvolvimento para Habitação.

de casas no mercado de arrendamento com um vasto leque de medidas, destacamos as principais seis no quadro. Encontramos aqui algumas medidas positivas como a redução da tributação das rendas, que pode contribuir para tornar o investimento em casas para arrendar mais competitivo em comparação, por exemplo, a um depósito a prazo. Outras medidas há que são discutíveis no que diz respeito à sua aplicabilidade e eficácia, como o arrendamento obrigatório de casas devolutas. A questão das medidas que visam o Alojamento Local (AL) também é complexa. A maioria dos AL (64%) são fora da AM Porto e AM Lisboa,⁵ as regiões com maior pressão urbanística e de aumento de preços. Adicionalmente, não é líquido que os AL atuais passem para arrendamento pois a maior parte deles não nasceram para essa finalidade. Pode também ter o efeito de reduzir o número de dormidas de turistas se não houver oferta hoteleira que compense a retirada da capacidade instalada via AL. Por fim, pode resultar em maior número de casas sem uso ou em arrendamento de curta duração à margem da lei.

O programa também contempla o vetor designado «Combater a especulação» e que encontra a sua medida mais emblemática no fim dos vistos Gold: acabam os novos e os que existem terão uma renovação limitada a quem tiver imóvel alocado a residência ou arrendado para habitação por não menos de cinco anos. Também esta medida não é consensual na medida em que põe travão a um programa que na sua vigência já captou cerca de 7 mil milhões de euros de investimento para o país. Por outro lado, em 2022 as transações de imóveis associados a *golden visa* representaram apenas 0,6% do número e 1,7% do valor do total de transações de imóveis no país, sendo discutível o verdadeiro impacto destes negócios de nicho nos preços da habitação como um todo. Por fim, algumas medidas que visam proteger as famílias e que se consubstanciam essencialmente na obrigatoriedade de os Bancos oferecerem o produto de taxa fixa no Crédito à Habitação e uma bonificação temporária nos encargos com juros nos créditos hipotecários.⁶

Não existem soluções fáceis para problemas complexos. Pese embora este pacote legislativo se apresente extensíssimo, a forma como todas as medidas irão interagir e influenciar o acesso à habitação ainda não é claro. É preciso assistir às cenas dos próximos capítulos.

Tiago Belejo Correia

Programa «Mais Habitação»

Principais medidas relativas ao mercado de arrendamento

1. Estado arrenda para subarrendar: o Estado arrenda as casas disponíveis de proprietários privados a preços de mercado por um prazo de cinco anos, desde que as possa subarrendar, com o subarrendamento a ser feito pelo valor correspondente a 35% da taxa de esforço do inquilino.

2. Estado garante pagamento após 3 meses de incumprimento no pagamento de rendas: ou cobra, ou apoia, ou despeja.

3. Taxa de tributação sobre as rendas desce: de 28% para 25% e será ainda mais baixa em contratos de maior duração.

4. Arrendamento obrigatório de casas devolutas: aplica-se a apartamentos que estejam devolutos há mais de dois anos e não se aplica a territórios de baixa densidade.

5. Tributação «zero» sobre rendimentos prediais até 2030: para as frações habitacionais que passem da atividade de Alojamento Local para o mercado de habitação e fim dos novos AL (com exceção para cancelhos rurais).

6. Limitação ao valor da renda: em novos contratos de arrendamento que sucedam a contratos celebrados nos últimos cinco anos.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Governo Português.

5. Dados de 2021.

6. Para famílias com rendimentos até ao 6º escalão do IRS e crédito até 200 mil euros, através da compensação de metade do excesso do indigente de referência face a 3% até um limite anual de 720 euros.

Inflação e a sua sensibilidade a aumentos salariais

A inflação medida pelo IPC tem vindo a desvanecer desde outubro passado, quando atingiu os dois dígitos, naquele que terá sido o pico deste ciclo inflacionista. Desde então temos observado uma dinâmica de descida para a qual tem contribuído a correção no grande *driver* do surto: os preços energéticos. Juntando a esta tendência a ação do BCE e os próprios efeitos de base, na ausência de novo «ciske negro», esperamos um abrandamento da inflação em 2023.

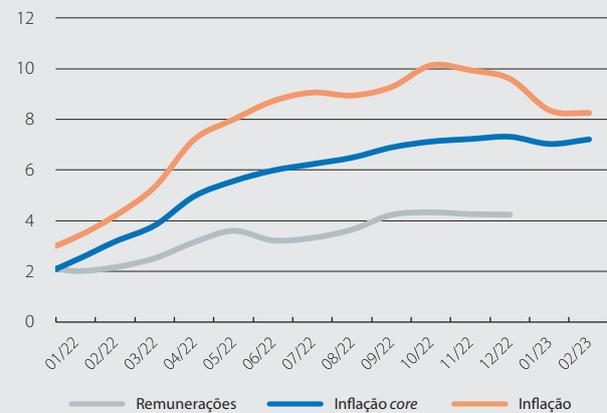
No entanto, como já discutimos brevemente num artigo anterior,¹ outro dos riscos para aumento dos preços e persistência do fenómeno inflacionista está relacionado com a evolução dos salários. Evidenciamos nesse artigo que o crescimento salarial tem vindo a cifrar-se em padrões inferiores quer à inflação global quer à inflação subjacente, como podemos ver no primeiro gráfico, sendo, no entanto, de referir que à data em que escrevemos ainda não existem dados para 2023 (e as principais atualizações salariais ocorrem no primeiro quadrimestre do ano). Assim, neste artigo propomo-nos a aprofundar este tema, aferindo de que forma a inflação em Portugal é sensível a aumentos salariais.

Em primeiro lugar, analisámos em quais das 12 classes COICOP² do IPC é que os aumentos salariais se traduzem em aumentos da inflação.³ O segundo gráfico mostra que em apenas três classes os aumentos salariais não contribuíram para explicar aumentos de preços: Restaurantes e hotéis; Comunicações; e, Acessórios para o lar e equipamento doméstico. Por sua vez, de acordo com esta metodologia, aumentos salariais explicam uma maior proporção de aumentos de preços nos cabazes dos Transportes; e, Bebidas alcoólicas e tabaco. Nos Transportes, isto deriva sobretudo da sensibilidade aos salários nas categorias de Veículos automóveis e nos Combustíveis para transporte pessoal. No caso das Bebidas alcoólicas e tabaco a única subcategoria com sensibilidade, e que explica este número, é o Tabaco. Tudo ponderado, cerca de 25% do cabaz de compras do IPC tem tendência a aumentar em resultado de aumentos salariais.

De seguida, tentámos aferir a sensibilidade do IPC separando entre o Índice de Bens e o de Serviços, mas permitindo que estes fossem sendo sensíveis (ou «não-sensíveis»)

IPC e Remuneração bruta mensal média

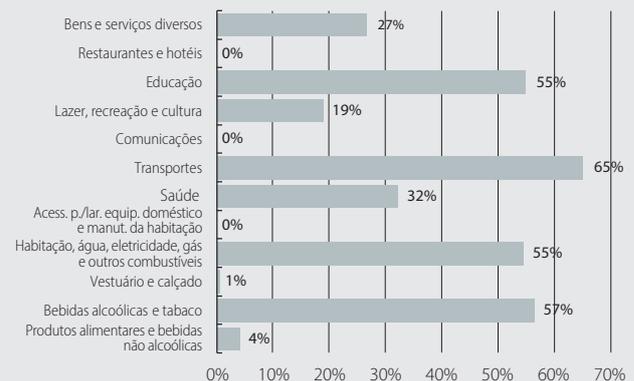
Variação homóloga (%)



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

Classes do IPC mais sensíveis a aumentos salariais

Em % do cabaz de cada classe



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

veis») ao longo do tempo através de uma regressão *rolling window*⁴ cujos resultados reproduzimos no terceiro e quarto gráfico. Como é patente, a contribuição dos aumentos salariais para aumento de preços é mais visível e recorrente ao longo do tempo no caso dos Bens do que no caso dos Serviços. O índice de preços dos Bens é sensível aos salários em mais de metade dos períodos enquanto nos Serviços esta sensibilidade aplica-se a menos de 20% dos períodos. É também de salientar que a partir de meados de 2022 ambos os índices são sensíveis aos aumentos salariais, constituindo sinal de aviso relativamente à evolução futura desta rúbrica.

4. Utilizámos uma *rolling window* de 12 meses que vai variando ao longo do tempo da amostra completa. As variáveis dependentes são o IPC de Bens e o IPC de Serviços e as independentes são a var. homóloga da Remuneração bruta mensal média e o seu primeiro lag. Consideramos que o Índice é sensível aos aumentos salariais se algum dos coeficientes das variáveis explicativas for positivo e com significância (*p-value* de 10%).

1. Ver o artigo do IM02 «As dinâmicas para 2023 da inflação em Portugal» inserido no Dossier «Especial inflação: chegou para ficar?».

2. Refere-se às classes da Classificação do Consumo Individual por Objetivo da OCDE.

3. Para isso efetuámos regressões entre a inflação das diferentes sub-classes da cada classe COICOP (var. dependente) e a variação homóloga da Remuneração bruta mensal média e o seu primeiro lag (var. independentes). Consideramos que a sub-categoria é sensível aos aumentos salariais se algum dos coeficientes das variáveis explicativas for positivo e com significância (*p-value* de 10%). Este exercício foi feito com uma amostra de dados mensais entre janeiro de 2015 e dezembro de 2022.

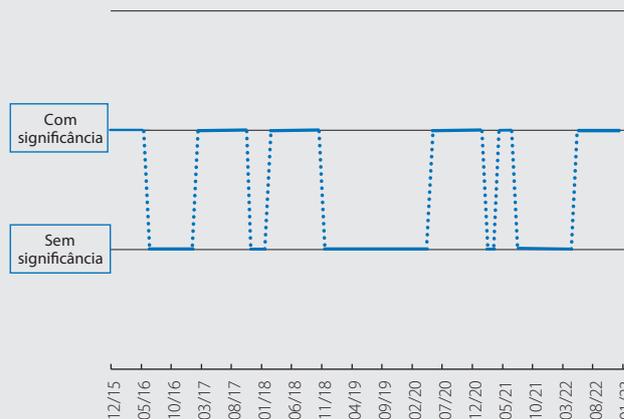
Por último, debruçámo-nos sobre a componente *core* da inflação utilizando a mesma abordagem *rolling window* para cada uma das sub-categorias que compõem o IPC subjacente. Os resultados globais estão plasmados no último gráfico onde verificamos que 27% do cabaz de compras do IPC subjacente tem tendência a aumentar em resultado de aumentos salariais, valor ligeiramente superior ao IPC Global e em linha com o que se observa na Zona Euro (em torno de 30%).⁵ Contudo, esta proporção de 27% é explicada por apenas 7 das 23 categorias do cabaz subjacente.⁶ Por outro lado, as pressões salariais sobre a componente subjacente intensificaram-se entre abril e julho de 2022, abrandando a partir daí, mas cifrando-se ainda acima de 50% do cabaz (exceto em dezembro 2022, 49%).

Todos estes resultados têm de ser interpretados também à luz de dois aspetos importantes. Primeiro, à exceção de 2022, o horizonte temporal da amostra foi um período de inflação baixa. Segundo: no horizonte temporal da amostra as subidas anuais do salário mínimo têm sido superiores às subidas anuais dos rendimentos salariais da economia como um todo. Quando sabemos que cerca de um quarto dos trabalhadores auferem o salário mínimo isto assume especial importância, na medida em que os indivíduos de rendimentos mais baixos têm maior propensão marginal ao consumo. Também na estrutura de gastos das pessoas com salários mais baixos têm menor peso uma série importante de Serviços das classes COICOP como os Restaurantes e hotéis; a Educação; e, o Lazer, recreação e cultura, por exemplo.

Em suma, a interação entre salários e inflação é complexa, mas este artigo pretende dar um contributo para a compreensão desta dinâmica em Portugal. Nos tempos mais recentes verifica-se uma sensibilidade elevada da componente subjacente a aumentos salariais, fazendo crer que este também poderá ser um dos fatores de inércia à descida da inflação. Contudo, com os dados utilizados a dinâmica de aumentos salariais mais significativos era ainda muito recente, pelo que será pertinente repetirmos o exercício no futuro para conclusões mais robustas.

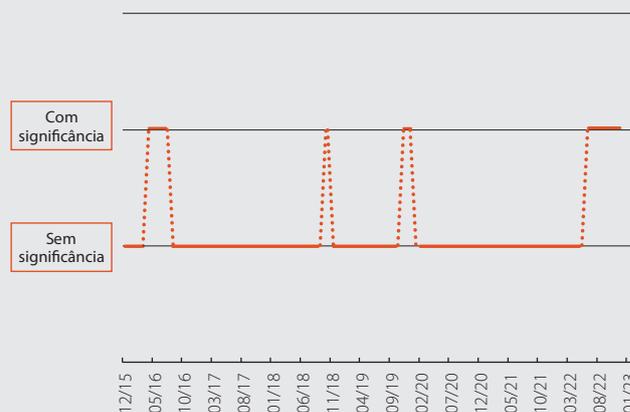
Tiago Belejo Correia

Sensibilidade do IPC de Bens a variações salariais



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

Sensibilidade do IPC de Serviços a variações salariais



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

5. Ver o artigo do IM02 «A inflação vai baixar? As grandes tendências para 2023» inserido no Dossier «Especial inflação: chegou para ficar?».

6. Açúcar, confeitaria, mel e outros produtos à base de açúcar (1,1%); Rendas efetivas pagas pela habitação (4,7%); Manutenção e reparação de habitações (0,3%); Aquisição de veículos (6,7%); Peças e acessórios para equipamento para transporte pessoal (0,6%); Outros serviços relacionados com o equipamento para transporte pessoal (0,5%); Bens e serviços diversos (13,3%).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Índice coincidente para a atividade	3,4	6,0	6,7	5,4	4,7	5,0	5,0	5,3	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	-0,3	...	1,8	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-2,3	-4,7	-6,6	-4,9	-5,0	-3,5	-3,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	5,6	2,9	-4,0	12,7	...	2,1	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	1,3	4,5	-2,8	-16,0	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,6	13,8	14,2	15,8	13,6	12,9	12,5	11,4	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	116,9	137,9	116,9	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,0	21,1	17,9	8,1	9,9	10,2	13,3	17,6
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	1,6	0,3	0,6	...
Indicador coincidente do consumo privado	5,0	4,4	5,2	3,2	2,3	3,1	3,1	3,9	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-30,5	-31,8	-37,0	-35,1	-35,0	-33,4	-31,7
Mercado de trabalho									
População empregada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	...	0,4	0,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	6,0	5,7	5,8	6,5	...	6,9	6,9	...
PIB	5,5	6,7	7,4	4,8	3,2	2,5	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Inflação global	1,3	7,8	8,0	9,1	9,9	8,0	8,2	7,4	5,7
Inflação subjacente	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,2	7,0	6,6

Setor externo

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	23,0	18,9	22,7	23,0	...	21,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,4	31,5	35,2	31,4	...	26,3	...	...
Saldo corrente	-1,6	-3,2	-4,4	-4,2	-3,2	...	-2,3	...	...
Bens e serviços	-5,5	-4,9	-6,4	-5,3	-4,9	...	-4,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	...	1,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,1	-1,1	-1,0	-1,9	-1,1	...	0,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	...	2,9	0,5	...
À vista e poupança	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	...	1,9	-3,1	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	...	4,3	5,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	8,5	-0,1	12,4	...	2,8	11,1	...
TOTAL	9,0	6,5	8,2	7,5	6,5	...	2,9	0,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	2,9	1,3	2,5	1,9	1,3	...	0,6	0,0	...
Empresas não financeiras	2,2	-1,0	0,7	-0,5	-1,0	...	-1,6	-2,1	...
Famílias - habitações	3,3	2,7	3,8	3,3	2,7	...	2,1	1,5	...
Famílias - outros fins	3,1	2,9	3,3	3,2	2,9	...	1,3	0,0	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	-1,3	-1,5	-2,7	...	-4,3	-2,0	...
TOTAL	2,9	1,2	2,4	1,7	1,2	...	0,4	-0,1	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,7	3,0	3,4	3,2	3,0	...	-	-	-

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 termina um primeiro trimestre muito positivo

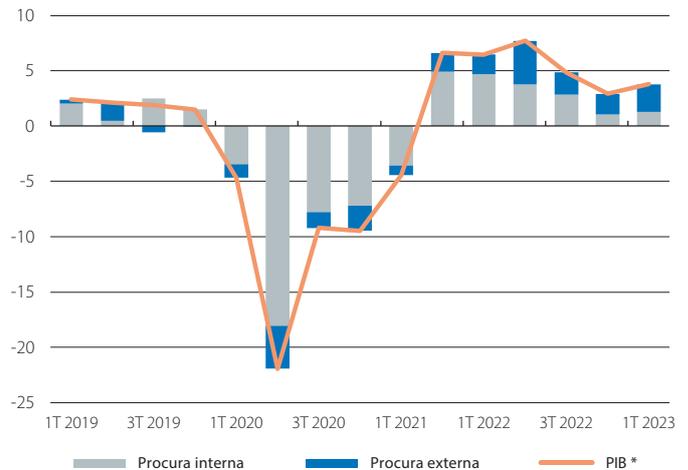
O PIB acelerou para 0,5% em termos trimestrais no 1.º trimestre de 2023. Na primeira estimativa para o 1.º trimestre de 2023, o crescimento do PIB reforçou-se em relação ao trimestre anterior, com um aumento trimestral de 0,5%, em comparação com 0,4% no 4.º trimestre de 2022 (depois de ter sido revisto em alta em 2 décimas). Em termos homólogos, o crescimento ascendeu a 3,8%, contra 2,9% no trimestre anterior. Além disso, o INE reviu o ajustamento sazonal dos dados históricos, alterando assim o perfil do crescimento do PIB em 2022. Em particular, o crescimento do 1.º trimestre de 2022 foi revisto em baixa em -0,4 p.p. para -0,4% em termos trimestrais, enquanto o crescimento do 2.º trimestre de 2022 foi revisto em alta em +0,3 p.p. para 2,5% e em +0,2 p.p. para 0,4% para o 3.º e 4.º trimestre de 2022. De acordo com estes dados, o PIB no 1.º trimestre de 2023 já está apenas 0,2% abaixo do nível do 4.º trimestre de 2019, pelo que o nível anterior à crise pandémica foi praticamente recuperado. Os fatores de crescimento no primeiro trimestre foram o investimento, com uma recuperação significativa tanto no equipamento como na construção, e o sector externo, com as exportações a crescerem significativamente mais depressa do que as importações. O aspeto negativo foi a debilidade do consumo privado, com uma queda trimestral de 1,3%. O efeito de arrastamento da revisão em alta do crescimento na segunda parte de 2022 e o bom início de 2023 levar-nos-ão a rever em alta a previsão de crescimento para 2023 no seu conjunto.

A inflação global recupera devido a efeitos de base na energia, mas a queda da inflação subjacente destaca-se. Conforme os dados divulgados pelo INE, a inflação global recuperou em abril para 4,1% (3,3% em março). Os efeitos de base continuam a dominar os movimentos da componente energética. O efeito de base em abril foi em sentido ascendente, devido ao ajustamento em baixa dos preços da energia que ocorreu em abril de 2022 (decorrente da descida mensal dos preços da eletricidade após o pico muito acentuado em março de 2022 e o início do subsídio de 20 cêntimos por litro para os combustíveis). A inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não processados) moderou-se significativamente para 6,6% (7,5% em março), favorecida pelo efeito de base dos produtos alimentares processados (há um ano registaram um aumento mensal de 2,6%, o maior aumento mensal registado na série histórica) e pela contenção dos preços das restantes componentes.

Sinais mistos nos indicadores de sentimento económico no início do 2º trimestre. O PMI do sector dos serviços diminuiu, mas manteve-se numa zona de expansão confortável (>50 pontos), com uma leitura de 57,9 pontos em abril (59,4 em março), o segundo nível mais elevado desde novembro de 2021. No entanto, o sector industrial regressou a níveis de contração após dois meses em níveis de expansão; Em particular, o PMI da indústria transformadora diminuiu 2,3 pontos em abril, passando para 49, devido a uma queda das novas encomendas e a um abrandamento do crescimento da produção, embora as empresas transformadoras tenham continuado a aumentar os seus efetivos.

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



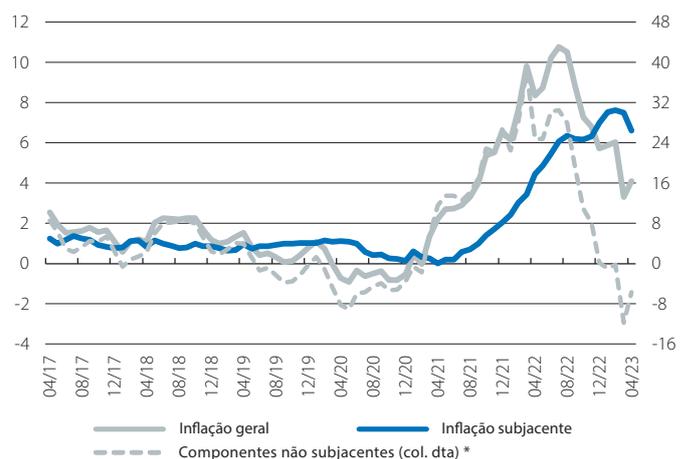
Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: IPC

Variação homóloga (%)

Variação homóloga (%)

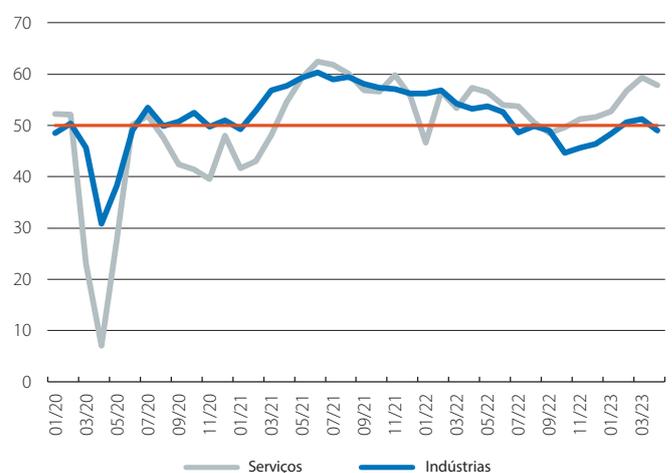


Nota: * Agregação de alimentos não processados e produtos energéticos.

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

Espanha: PMI

Nível



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

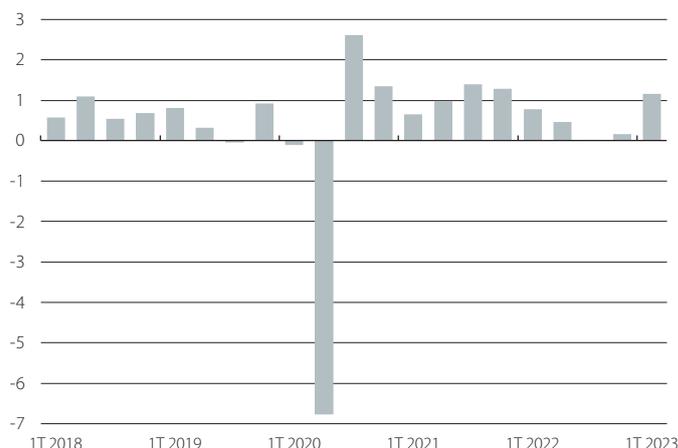
O mercado de trabalho apresenta um carácter muito positivo. Os resultados do inquérito da população ativa (EPA) do 1.º trimestre de 2023 e de abril confirmam o dinamismo do mercado de trabalho. O emprego, segundo dados do inquérito, cresceu a uma taxa trimestral ajustada sazonalmente de 1,16%, bem acima dos 0,16% do 4.º trimestre de 2022. O número de pessoas desempregadas aumentou em 103.800, acima do aumento médio no 1.º trimestre de 2014-2019 (+15.000), embora a recuperação tenha sido afetada pelo aumento notável da população ativa (+92.000 vs. -93.000 em média no primeiro trimestre de 2014-2019). Assim, a taxa de desemprego aumentou para 13,3%, face a 12,9% no 4.º trimestre de 2022, embora o valor seja 3 décimas de ponto percentual inferior ao registado há um ano. Por sua vez, as inscrições na segurança social ganharam força em abril, impulsionadas pela arrancada dos serviços na Páscoa, e cresceram em 238.436 pessoas, contra 174.000 em média nos meses de abril entre 2014 e 2019. O número total de trabalhadores registados é de 20.614.989, um novo máximo histórico e mais 595.908 pessoas do que há um ano. O desemprego registado também diminuiu em 73.890 em abril para menos de 2,8 milhões (o valor mais baixo desde 2008).

A melhoria da balança comercial reforça a balança de transações correntes. Nos primeiros dois meses do ano, a balança corrente registou um excedente de 5.600 milhões de euros, em comparação com um défice de 3.900 milhões de euros no mesmo período de 2022, graças à forte redução do défice comercial e ao dinamismo do turismo. A redução do défice comercial é o resultado de uma melhoria da balança energética e da balança não energética. Em particular, o défice energético diminuiu em fevereiro para 3.045 milhões de euros, face a 3.626 milhões de euros em fevereiro de 2022, num contexto de queda dos preços de importação (-7,6% em termos homólogos). Entretanto, a balança de bens não energéticos apresentou um excedente de 580 milhões de euros, o maior excedente num mês de fevereiro desde 2014, e em contraste com o défice de 626 milhões de euros em fevereiro do ano passado. Tal foi possível graças a um crescimento das exportações em termos nominais (+10,1% em termos anuais) muito superior ao das importações (+5,6%). De qualquer modo, o forte crescimento das exportações foi altamente condicionado pelo aumento do preço dos bens, visto que aumentaram 14,1% em termos homólogos.

O sector do turismo continua a manter uma boa tendência com um excedente acumulado na balança de serviços turísticos nos primeiros dois meses do ano de 6,3 mil milhões de euros, em comparação com 4.200 milhões de euros em janeiro-fevereiro de 2022. O sector do turismo manteve-se dinâmico em março, embora um pouco menos vigoroso do que em fevereiro. Assim, no terceiro mês do ano, cerca de 5,6 milhões de turistas estrangeiros chegaram e gastaram 6.657 milhões de euros. Estes valores são 6,9% inferiores ao nível registado no mesmo mês de 2019 no caso das chegadas (-1,4% em fevereiro) e 10,3% superiores no caso das despesas (14,3% em fevereiro). O menor dinamismo em março deveu-se a dados mais fracos do turismo alemão e francês. No entanto, as chegadas de turistas de outros mercados emissores importantes continuaram a ser positivas; especialmente as chegadas britânicas, que reduziram a diferença em relação aos níveis de 2019, e as chegadas dos EUA, que registaram um nível de chegadas 6,8% superior ao de março de 2019 (-0,8% em fevereiro).

Espanha: ocupados *

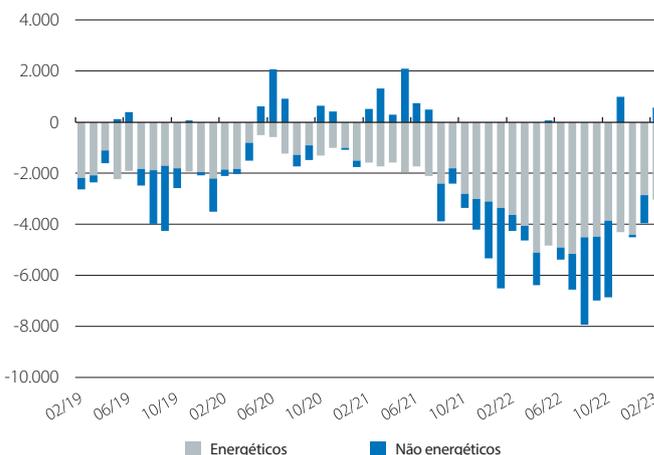
Varição intertrimestral (%)



Nota: * Dados ajustados sazonalmente
 Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (EPA).

Espanha: balança comercial de bens *

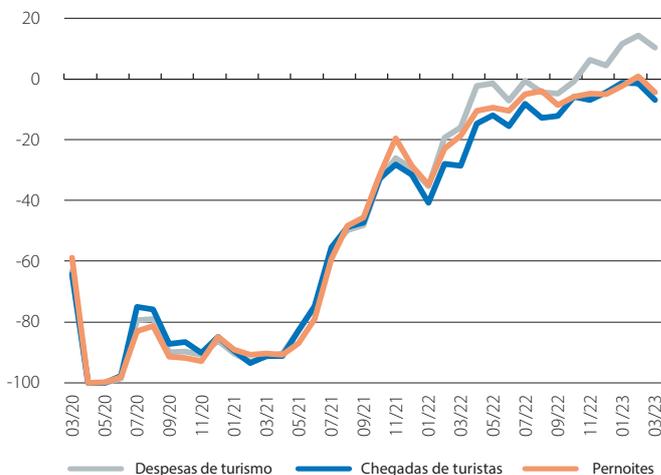
Dados mensais (milhões de euros)



Nota: * Para os bens, é utilizada a classificação SITC.
 Fonte: BPI Research, com base em dados de Aduanas.

Espanha: indicadores de turismo estrangeiro

Varição relativamente ao mesmo mês de 2019 (%)



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

Redução significativa da poupança das famílias espanholas em 2022: todos os pontos-chave

A taxa de poupança desce para níveis semelhantes aos da pré-pandemia, em plena inflação

A capacidade de poupança das famílias espanholas foi significativamente reduzida em 2022, uma tendência agravada pelo aumento da inflação. Assim, a taxa de poupança caiu para níveis semelhantes aos níveis pré-pandémicos, após dois anos em níveis muito acima do normal devido às restrições da pandemia. Especificamente, a taxa de poupança de 2022 foi de 7,2% do rendimento disponível bruto (RDB), um nível muito inferior à média de 2020-2021 (15,6%) e ligeiramente superior à média de 2015-2019 (6,7%). Trata-se de 58.500 milhões de euros de poupanças brutas, menos 50.000 milhões do que em 2021, mas mais 8.500 milhões do que na média de 2015-2019. Por outras palavras: é verdade que a taxa de poupança diminuiu acentuadamente em relação a 2021, mas é possível afirmar um certo regresso à normalidade após dois anos de níveis de poupança excepcionais com a pandemia; no entanto, em vez de o fazer gradualmente, fê-lo muito rapidamente devido ao contexto inflacionista.

A queda da taxa de poupança no ano passado reflete um aumento do consumo nominal (11,6%) muito superior ao aumento do RDB (3,6%). A taxa de crescimento do RDB ficou um pouco abaixo das expectativas, dado o crescimento mais do que assinalável das remunerações dos empregados (6,5% em termos homólogos), graças à forte criação de emprego, e a grande recuperação dos rendimentos líquidos de propriedade (20%), com os rendimentos de dividendos a mais do que compensar, a nível agregado, o aumento dos juros. Este dinamismo foi moderado pelo aumento dos pagamentos de impostos e pela diminuição das prestações sociais (ver terceiro gráfico pormenorizado).

Relativamente a este ano, esperamos que a taxa de poupança volte a cair, embora muito menos do que em 2022: o consumo das famílias em termos nominais crescerá menos do que em 2022, quer devido ao abrandamento da economia, quer devido à inflação que, embora se mantenha em níveis elevados, sofrerá uma moderação significativa em relação aos 8,4% registados em 2022. Por seu lado, o RDB deverá crescer a um ritmo ligeiramente mais rápido do que em 2022, algumas décimas de ponto percentual abaixo do crescimento nominal do consumo, mas mostrando sinais de resiliência: a força do mercado de trabalho será a chave para compensar o aumento dos pagamentos de juros devido ao aumento das taxas de juro. Assim, a taxa de poupança em 2023 poderá ser ligeiramente superior a 6,0%.

Espanha: taxa de poupança das famílias (% do rendimento bruto disponível)



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

Espanha: consumo das famílias e rendimento disponível bruto

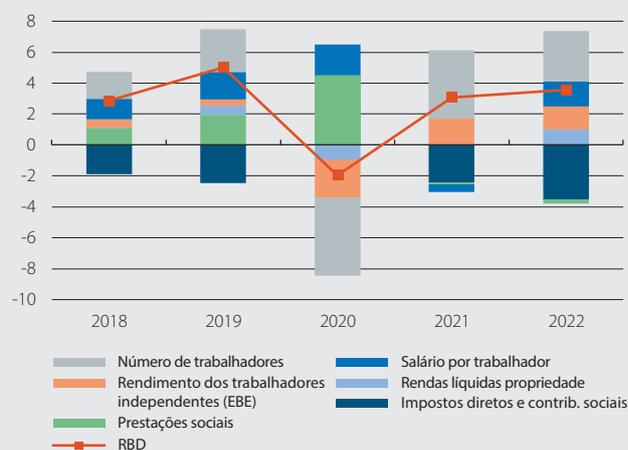
Variação homóloga (%)



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

Espanha: rendimento disponível das famílias

Variação anual (%) e contribuições



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

Os ativos financeiros das famílias diminuem em percentagem do PIB

Em consonância com a menor poupança acumulada no ano passado, a aquisição líquida de ativos financeiros pelas famílias também diminuiu, passando de 76.356 milhões de euros no ano anterior para 44.982 milhões de euros; no entanto, este valor foi muito superior aos registos pré-pandémicos (média de 18.655 milhões em 2015-2019). As famílias adquiriram ativos principalmente através do aumento dos seus depósitos bancários (+46.448 milhões, face a uma média de 18.898 milhões em 2015-2019);¹ em contrapartida, desinvestiram em seguros e fundos de pensões (-7.836 milhões) e em fundos de investimento (FI) e ações (-3.730 milhões).²

A aquisição de ativos foi neutralizada pela forte reavaliação negativa de ativos (-45.447 milhões de euros), pelo que o stock de ativos financeiros brutos das famílias diminuiu ligeiramente, em 1281 milhões de euros, para 2,726 biliões de euros;³ este montante equivale a 205,4% do PIB, muito abaixo do valor previsto para 2021 (226% do PIB).

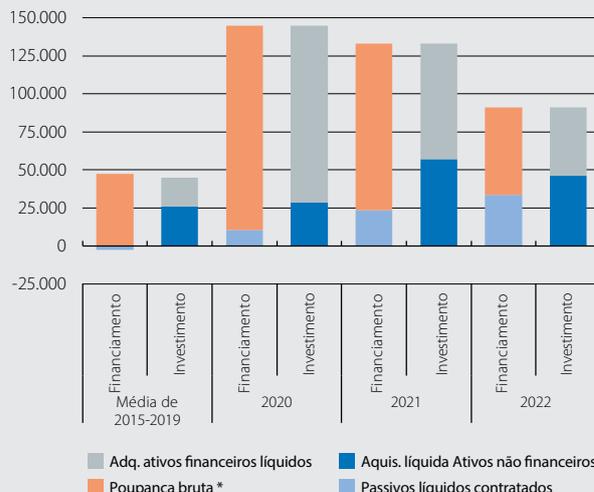
Quanto à estrutura deste património, continua a ser dominada por participações em ações e FI, cujo peso estabilizou em 44,7% do total; atrás destes estão os depósitos bancários, que ganharam destaque e aumentaram o seu peso para 37,4%, mais 2 pontos do que no ano anterior e a percentagem mais elevada desde 2013. Em contrapartida, os seguros e os fundos de pensões reduziram o seu peso para o valor mais baixo desde 1998 (12,2% do total, menos 2 pontos do que em 2021).

Relativamente à situação pré-pandemia em 2019, a riqueza financeira bruta das famílias aumentou 281.300 milhões de euros, em grande parte devido às elevadas poupanças acumuladas pelas famílias durante a pandemia.⁴ Este parece ser um valor elevado, mas é preciso ter em conta que estamos num contexto inflacionista em que a subida dos preços corroe o valor dos ativos em termos reais. Especificamente, a inflação acumulada entre o final de 2019 e 2022 foi de 12,0%, acima do crescimento do stock de ativos financeiros (+11,5%).

1. Em menor escala, adquiriram outros ativos, principalmente créditos comerciais e outros créditos (9.000 milhões) e títulos de dívida (3.602 milhões); Neste último caso, esta aquisição foi compensada pela perda de valor dos ativos (-3.399 milhões), devido ao aumento das taxas de juro a longo prazo.
2. As ações dos seguros e dos fundos de pensões também sofreram uma forte perda de valor (-47.462 milhões); Em contrapartida, as participações no capital e na FI foram reavaliadas em 5.133 milhões.
3. Apesar destes números, se compararmos o 4º trimestre com o 3º trimestre, o stock aumentou 74.000 milhões devido à recuperação da taxa de poupança (os dados corrigidos de sazonalidade passaram de 3,3% no 3º trimestre para 9,1% no 4º trimestre) e às reavaliações (+47.750 milhões).
4. Ver Focus «Evolução dos ativos financeiros das famílias em termos nominais e reais em Espanha» no IM12/2022.

Espanha: operações de financiamento e investimento das famílias

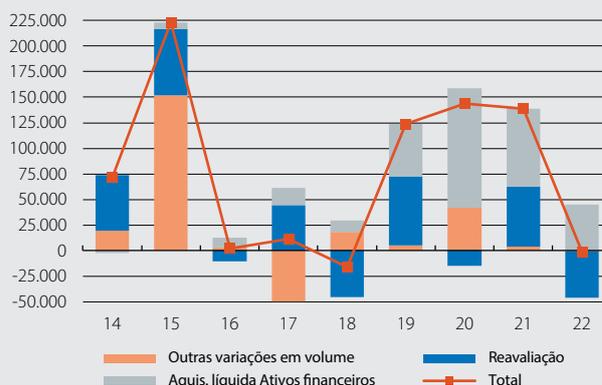
(Milhões de euros)



Nota: * Inclui transferências líquidas de capital.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

Espanha: variação dos ativos financeiros das famílias

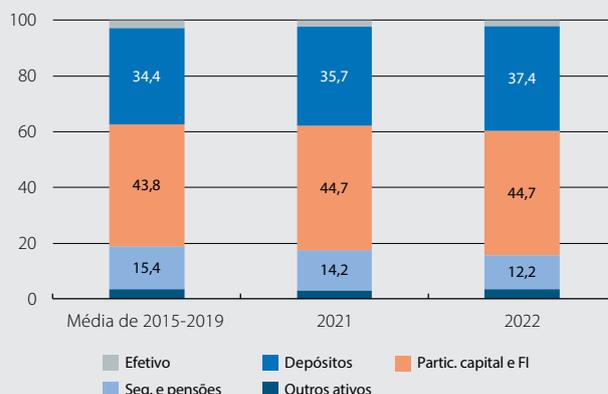
Varição homóloga (milhões de euros)



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

Espanha: estrutura da riqueza financeira das famílias

(% sobre o total)



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

Por outro lado, as famílias continuaram a reduzir a alavancagem em 2022 e, no final do ano, a dívida das famílias situava-se em 53,0% do PIB; este rácio é inferior ao de 2021 (58,4%), influenciado por um efeito denominador, graças ao crescimento do PIB em 2022, e o rácio mais baixo desde 2002. No conjunto do ano de 2022, as famílias contraíram empréstimos bancários no valor de 2.822 milhões de euros, um fluxo muito inferior ao registado em 2021 (6.807 milhões de euros); Além disso, prevê-se uma inversão da tendência no segundo semestre de 2022, em consonância com as subidas das taxas: no primeiro semestre do ano, os empréstimos líquidos ascenderam a 14.755 milhões, enquanto no segundo semestre os reembolsos líquidos ascenderam a 11.900 milhões.

Devido à queda dos ativos financeiros em percentagem do PIB em 2022, muito superior à dos passivos,⁵ registou-se uma contração da posição financeira líquida das famílias em 15 pontos percentuais face a 2021, para 147,6% do PIB; um rácio que, de qualquer modo, é significativamente superior ao registado em 2019 (135,5%).

Espanha: balanço financeiro das famílias (% do PIB)



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

5. Os passivos financeiros incluem o montante pendente de empréstimos bancários, contas a receber de clientes e outras contas a pagar (juros acumulados sobre empréstimos, impostos e contribuições pendentes).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Indústria									
Índice de produção industrial	8,8	2,8	4,3	4,6	0,9	1,6	0,1	4,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,9	0,4	-5,2	-5,3	-4,2	-5,8	-3,2	-1,4
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	50,7	51,3	49,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	-	-0,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	29,0	33,7	23,0	17,3	-	10,2	...	...
Preço da habitação	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	55,9	51,0	50,8	56,3	56,7	59,4	57,9
Consumo									
Vendas a retalho	5,1	0,9	1,2	0,2	1,8	6,4	4,1	9,5	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	-10,3	3,1	2,6	45,5	19,2	66,1	8,2
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,0	-32,6	-28,1	-23,0	-21,9	-24,4	-20,7
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	3,0	3,1	4,0	2,6	1,4	1,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,8	12,9	12,5	12,7	12,9	...	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,5	3,9	4,8	3,5	2,7	...	2,4	2,7	3,0
PIB	5,5	5,5	7,7	4,8	2,9	3,8	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Inflação global	3,1	8,4	9,1	10,1	6,6	5,1	6,0	3,3	4,1
Inflação subjacente	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	7,6	7,5	6,6

Setor externo

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	-	20,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	-	26,7	...	...
Saldo corrente	11,5	7,8	7,8	6,1	7,8	-	17,2	...	...
Bens e serviços	17,9	18,7	14,7	14,4	18,7	-	28,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-6,4	-10,9	-7,0	-8,3	-10,9	-	-11,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	22,4	19,7	19,5	18,0	19,7	-	30,0	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	02/23	03/23	04/23
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7	1,7	0,7	...
À vista e poupança	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,4	0,4	-1,7	...
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-25,4	-19,2	-7,4	7,3	4,4	17,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	15,6	6,6	-3,1	7,6	7,3	9,8	...
TOTAL	6,7	5,2	6,0	5,4	3,2	2,1	2,1	1,3	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	-1,0	-1,2	-1,1	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	-1,0	-1,4	-0,8	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	-1,2	-1,3	-1,7	...
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-0,5	-0,9	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	...
Administrações Públicas	15,3	0,2	1,9	-3,5	-1,1	-0,2	0,9	-0,3	...
TOTAL	1,1	0,7	0,9	1,0	0,4	-0,9	-1,0	-1,0	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,3	3,5	4,1	3,8	3,7	...	3,6	...	...

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 (DF-EEF), 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

