

IIM09

INFORMAÇÃO MENSAL
SETEMBRO 2023



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

A importância das rendas na inflação dos EUA

ECONOMIA INTERNACIONAL

Inflação europeia: unidos na diversidade

O Império do Meio e os seus vizinhos (parte I): uma perspetiva geoeconómica

O Império do Meio e os seus vizinhos (parte II): dois casos de estudo

ECONOMIA ESPANHOLA

A retoma da poupança e o dinamismo do rendimento disponível bruto das famílias espanholas: o que é que se passa?

A desalavancagem das famílias e empresas continua em Espanha

Novas perspetivas para o setor do turismo espanhol: força e moderação

ECONOMIA PORTUGUESA

Quem são os desempregados em Portugal?

Nas exportações de serviços há mais do que turismo...

Setor imobiliário português: abrandamento «ma non troppo»

INFORMAÇÃO MENSAL

Setembro 2023

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

BPI Research (DF-EEF)

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*

Data de fecho desta edição:

5 de setembro de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A importância das rendas na inflação dos EUA*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Inflação europeia: unidos na diversidade*

16 *O Império do Meio e os seus vizinhos (parte I): uma perspetiva geoeconómica*

18 *O Império do Meio e os seus vizinhos (parte II): dois casos de estudo*

22 ECONOMIA PORTUGUESA

24 *Quem são os desempregados em Portugal?*

26 *Nas exportações de serviços há mais do que turismo...*

28 *Setor imobiliário português: abrandamento «ma non troppo»*

32 ECONOMIA ESPANHOLA

34 *A retoma da poupança e o dinamismo do rendimento disponível bruto das famílias espanholas: o que é que se passa?*

36 *A desalavancagem das famílias e empresas continua em Espanha*

39 *Novas perspetivas para o setor do turismo espanhol: força e moderação*

O mercado imobiliário está a arrefecer.. mas não padece dos desequilíbrios de outrora

Depois do intervalo das férias de Verão, nada como regressar com um tema que nesta altura é dos mais relevantes, não só em Portugal como no resto da Europa (e não só). Mas, apesar de permanecer como um tema quente, paradoxalmente, o mercado imobiliário dá mostras crescentes de estar a arrefecer, ainda que o deva fazer de forma relativamente ordeira.

Este é, sem dúvida, um tópico complexo e de difícil abordagem, até pela dimensão social e humana da habitação. Várias questões se têm levantado relativamente ao tema, destacando-se a falta de acessibilidade à habitação por uma franja considerável da população residente. Não vamos contribuir para esta discussão, chamando só a atenção para o facto destas medidas serem construídas a partir de dois vetores: preços das casas e rendimento dos particulares residentes. O que nos dizem estes rácios, invariavelmente, é que os preços têm aumentado bastante mais que os rendimentos, sendo que esta evolução tem acontecido também noutros países.

Assim, é importante chamar a atenção para alguns factos e comparações internacionais, que ajudam a compreender o contexto e o ponto de partida do setor, de forma a melhor encontrar as soluções. Em primeiro lugar, importa caracterizar o parque habitacional. Conclui-se que, se excluirmos as casas consideradas 2ª habitação (17% dos portugueses declara que possui segunda habitação) e as casas desocupadas (cerca de 12% do parque habitacional), o *stock* de fogos por habitante é um dos mais baixos da Europa ou mesmo da OCDE: cerca de 395 por 1000 habitantes, segundo os nossos cálculos. O que compara com mais de 500 em Espanha, França ou Alemanha (dados brutos). Acresce que a intensidade de investimento em habitação – avaliada pelas licenças de construção pedidas, pelos novos fogos construídos ou pelo peso da habitação social no parque habitacional (apenas 2% que compara com 7% na UE) – é também francamente reduzida. A título de exemplo, as novas habitações construídas atualmente (cerca de 20 mil/ano) são em níveis muito inferiores à média que se registou no período entre 2003 e 2013 (52,7 mil). Posto isto, concluímos que existe de facto, um problema de falta de oferta em Portugal. (Repare-se que a solução não passará necessariamente por mais construção, poderá passar também por reabilitação e por regras diferentes no mercado de arrendamento de longa duração de forma a que este se torne, de facto, uma alternativa).

Numa outra perspetiva, podemos afirmar que o mercado imobiliário residencial está a arrefecer, como se evidencia num artigo nesta mesma publicação. Por ora esta tendência tem-se traduzido em menos transações (ainda que mantendo um valor absoluto razoável), acréscimos menores dos preços das casas e por evidente redução dos pedidos de avaliação e do financiamento bancário. O mercado imobiliário residencial está, assim, numa trajetória de claro abrandamento, o que não deixa de ser positivo dado que garante mais sustentabilidade às tendências, devendo impedir movimentos bruscos de correção.

Chamamos ainda a atenção para outras características que conferem alguma robustez ao mercado e que nos fazem excluir cenários de movimentos mais disruptivos. Nomeadamente o facto de a atividade neste setor estar menos baseada em financiamento do que no passado, sendo por isso, relativamente menos impactada pelo aumento das taxas de juro. De facto, apenas pouco mais de 40% das transações se baseiam em crédito, o que contrasta com mais de 80% em 2010; ao que acresce a maior saúde financeira das famílias e dos bancos: a dívida dos particulares representa atualmente apenas cerca de 60% do PIB, próximo dos níveis médios da UEM e observados apenas no início do século (máximo de 92% em 2010); por outro lado, o rácio de incumprimento das famílias relativamente aos empréstimos bancários (NPL) situa-se em 1.1% (que compara com um histórico superior a 7% em 2015).

Em suma, é certo que o mercado arrefecerá fruto do efeito acumulado da inflação e do aumento de encargos financeiros no bolso das famílias, mas tudo indica que as almofadas de segurança são bastante amplas para acomodar uma aterragem suave.

Paula Carvalho

Lisboa, 6 de setembro de 2023

Cronologia

AGOSTO 2023

- 14** As Nações Unidas fixaram o mês de julho de 2023 como o mais quente desde que há registros (174 anos).

JUNHO 2023

- 13** O PBoC da China reduz as taxas em 10 p. b.
- 15** BCE aumenta as taxas em 25 p. b. e coloca a *depo* em 3,50% e a *refi* em 4,00%.

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.

JULHO 2023

- 26** A Fed aumenta as taxas em 25 p. b. e define o intervalo objetivo em 5,25% - 5,50%.
- 27** O BCE aumenta as taxas em 25 p. b. e fixa a *depo* em 3,75% e a *refi* em 4,25%.

MAIO 2023

- 3** A Fed aumenta as taxas em 25 p. b. para 5,00%-5,25%.
- 4** O BCE aumenta as taxas em 25 p. b. e coloca a taxa *depo* em 3,25% e a taxa *refi* em 3,75%.
- 5** A OMS declara o fim da emergência sanitária mundial da COVID-19.

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** O Fed aumenta as taxas em 25 p. b. para 4,75%-5,00%.

Agenda

SETEMBRO 2023

- 1** Portugal: novo crédito (julho).
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (agosto).
- 8** Portugal: *rating* S & P.
- 14** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 15** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (2T). Espanha: *rating* S & P.
- 19-20** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 21** Portugal: preços da habitação (2T).
- 22** Espanha: distribuição do PIB (2T). Espanha: balança de pagamentos e PIIN (2T). Portugal: distribuição do PIB (2T).
- 25** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 28** Espanha: previsão do IPC (setembro). Zona Euro: índice de sentimento económico (setembro).
- 29** Espanha: taxa de poupança das famílias (2T). Portugal: previsão do IPC (setembro). Portugal: atividade turística (agosto). Portugal: *rating* da Fitch. Zona Euro: previsão do IPC (setembro).

OUTUBRO 2023

- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro). Portugal: produção industrial (agosto).
- 10** Espanha: contas financeiras (2T).
- 17** China: PIB (3T).
- 19** Portugal: preços da produção industrial (setembro).
- 23** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 26** Espanha: inquérito à população ativa (3T). Conselho de Governadores do Banco Central Europeu. EUA: PIB (3T).
- 26-27** Conselho Europeu.
- 27** Espanha: previsão do PIB (3T).
- 30** Espanha: previsão do IPC (outubro). Portugal: indicador de confiança de empresas e consumidores (outubro). Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
- 31** Portugal: previsão do PIB (3T). Portugal: previsão do IPC (outubro). Zona Euro: PIB (3T). Zona Euro: previsão do IPC (outubro).
- 31-1** Comité de Mercado Aberto da Fed.

Desafios para o novo ano económico

O início do novo ano económico é marcado pela sensação de que podemos estar perante um ponto de viragem no desempenho da economia nos próximos meses. A informação divulgada nas últimas semanas confirmou um desempenho muito melhor da atividade mundial na primeira parte do ano do que o esperado há alguns trimestres, com um crescimento anualizado próximo de 3% até junho, novas melhorias no processo desinflacionista e a manutenção de robustez nos mercados de trabalho. Além disso, o período de verão foi relativamente calmo, apesar da abertura de novos polos de instabilidade geopolítica (Sahel, etc.) e da sensação de que a China vai ter grandes problemas em ultrapassar a armadilha do rendimento médio, o que terá consequências importantes a médio prazo para o crescimento global e para o reordenamento das cadeias de valor e dos fluxos comerciais.

Mas «águas passadas não movem moinhos» e a janela de esperança que o ciclo económico do início do ano proporcionava, deverá diluir-se nos próximos meses, assim que os ventos favoráveis se esbatam (efeitos de base positivos da energia, reabertura de grandes economias como a China, normalização dos estrangulamentos ou do excesso de poupança após a pandemia) e os efeitos restritivos sobre a procura, derivados do aperto monetário acumulado no último ano e meio, a subida do preço do petróleo em mais de 20% nos últimos dois meses, o agravamento intenso das expectativas empresariais, sobretudo no sector industrial, ou as dificuldades da China e da Alemanha em ultrapassar os desafios deste novo mundo pós-Covid, surgirem no horizonte. Assim, com a procura interna em claro enfraquecimento e com pouco a esperar da procura externa, a julgar pelos fracos sinais vindos do comércio global, caminhamos para uma nova fase de crescimento, com a atividade global a enfraquecer. Embora de forma desigual, com mais intensidade na Europa do que nos EUA, como parece refletir a recente valorização do dólar. Se este crescimento temporário permitir atingir um novo ponto de equilíbrio que favoreça os progressos no processo de redução da inflação, os bancos centrais poderão baixar as suas taxas de juro após meses a tentar recuperar o tempo perdido. Isto traduzir-se-ia num crescimento global em 2024 inferior em 3-4 décimas ao deste ano, embora com um perfil diferente, uma vez que passaríamos de menos para mais, ao contrário do que acontece no ano em curso.

O problema é que este sempre desejado «*soft landing*», sobretudo quando se trata de domar um processo inflacionista, é uma situação de equilíbrio instável face a qualquer

novo choque negativo. Por conseguinte, não podemos excluir a possibilidade de choques ao longo do percurso, antes de se formar uma boa base de partida para o crescimento no segundo semestre de 2024, altura em que os bancos centrais poderão antecipar o início da flexibilização da orientação da política monetária. Do lado da oferta, também não vamos ter notícias particularmente positivas a curto prazo, a julgar pelo desempenho dos preços da energia neste verão ou pela situação na China ou na Alemanha, os principais termómetros para testar a situação de uma indústria em plena adaptação às mudanças nos padrões da procura e ao reequilíbrio geopolítico. É verdade que a descida da inflação dará uma folga ao poder de compra das famílias em grande parte da OCDE, mas, em todo o caso, será apenas um fator atenuante do enfraquecimento da atividade que se pode esperar nos próximos meses.

Em suma, vamos enfrentar alguns trimestres de abrandamento da atividade que deverão contribuir para que as medidas de tendência da inflação comecem a consolidar-se na zona dos 3%/3,5%. Este período de crescimento muito fraco, próximo da estagnação, e com a inflação a mover-se ainda numa zona desconfortável para os bancos centrais, constituirá um desafio para a coordenação das políticas económicas, especialmente tendo em conta a necessidade de uma nova estratégia fiscal na Europa, os custos contínuos da guerra e o exigente calendário eleitoral em ambos os lados do Atlântico. Em suma, estamos perante um novo ano em que a economia mundial terá de fazer face a uma sobreposição de desafios conjunturais e estruturais, o que não é diferente dos últimos anos.

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 | 5,75 | 4,25 |
| Libor 3 meses | 3,62 | 1,01 | 0,23 | 0,21 | 4,74 | 5,80 | 4,00 |
| Libor 12 meses | 3,86 | 1,48 | 0,34 | 0,52 | 5,47 | 5,60 | 3,40 |
| Dívida pública 2 anos | 3,70 | 1,04 | 0,13 | 0,62 | 4,41 | 4,20 | 2,80 |
| Dívida pública 10 anos | 4,70 | 2,57 | 0,93 | 1,45 | 3,62 | 3,60 | 3,10 |
| Euro | | | | | | | |
| Depo BCE | 2,05 | 0,20 | -0,50 | -0,50 | 1,77 | 4,00 | 3,50 |
| Refi BCE | 3,05 | 0,75 | 0,00 | 0,00 | 2,27 | 4,50 | 4,00 |
| €STR | - | -0,54 | -0,56 | -0,58 | 1,57 | 3,91 | 3,48 |
| Euribor 1 mês | 3,18 | 0,50 | -0,56 | -0,60 | 1,72 | 3,87 | 3,21 |
| Euribor 3 meses | 3,24 | 0,65 | -0,54 | -0,58 | 2,06 | 3,82 | 2,94 |
| Euribor 6 meses | 3,29 | 0,78 | -0,52 | -0,55 | 2,56 | 3,95 | 3,00 |
| Euribor 12 meses | 3,40 | 0,96 | -0,50 | -0,50 | 3,02 | 4,08 | 3,06 |
| Alemanha | | | | | | | |
| Dívida pública 2 anos | 3,41 | 0,35 | -0,73 | -0,69 | 2,37 | 3,30 | 2,50 |
| Dívida pública 10 anos | 4,30 | 1,54 | -0,57 | -0,31 | 2,13 | 2,80 | 2,60 |
| Espanha | | | | | | | |
| Dívida pública 3 anos | 3,62 | 1,69 | -0,57 | -0,45 | 2,66 | 3,15 | 2,82 |
| Dívida pública 5 anos | 3,91 | 2,19 | -0,41 | -0,25 | 2,73 | 3,23 | 2,99 |
| Dívida pública 10 anos | 4,42 | 3,17 | 0,05 | 0,42 | 3,18 | 3,90 | 3,60 |
| 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 | 3,32 | 3,07 |
| Dívida pública 5 anos | 3,96 | 3,94 | -0,45 | -0,35 | 2,53 | 3,33 | 3,20 |
| Dívida pública 10 anos | 4,49 | 4,67 | 0,02 | 0,34 | 3,10 | 3,70 | 3,60 |
| Prémio de risco | 19 | 314 | 60 | 65 | 97 | 90 | 100 |
| TAXA DE CÂMBIO | | | | | | | |
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,13 | 1,26 | 1,22 | 1,13 | 1,06 | 1,12 | 1,15 |
| EUR/GBP (libras por euro) | 0,66 | 0,84 | 0,90 | 0,85 | 0,87 | 0,87 | 0,89 |
| PETRÓLEO | | | | | | | |
| Brent (\$/barril) | 42,3 | 80,1 | 50,2 | 74,8 | 81,3 | 79,5 | 79,0 |
| Brent (euros/barril) | 36,4 | 62,5 | 41,3 | 66,2 | 76,8 | 71,2 | 68,8 |

Previsões

Variação da média do ano face à 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 | -2,8 | 6,3 | 3,4 | 2,8 | 3,0 |
| Países desenvolvidos | 2,7 | 1,4 | -4,2 | 5,4 | 2,7 | 1,2 | 1,2 |
| Estados Unidos | 2,7 | 1,7 | -2,8 | 5,9 | 2,1 | 1,7 | 0,5 |
| Zona Euro | 2,2 | 0,8 | -6,2 | 5,3 | 3,5 | 0,7 | 1,0 |
| Alemanha | 1,6 | 1,2 | -4,1 | 2,6 | 1,9 | -0,3 | 0,7 |
| França | 2,2 | 1,0 | -7,7 | 6,4 | 2,5 | 0,6 | 0,8 |
| Itália | 1,5 | -0,3 | -9,0 | 7,0 | 3,8 | 1,1 | 0,8 |
| Portugal | 1,5 | 0,5 | -8,3 | 5,5 | 6,7 | 2,6 | 1,8 |
| Espanha | 3,7 | 0,6 | -11,3 | 5,5 | 5,5 | 2,3 | 1,7 |
| 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 | 4,1 | 0,4 | 0,6 |
| Países emergentes e em desenvolvimento | 6,5 | 4,9 | -1,8 | 6,9 | 4,0 | 4,0 | 4,3 |
| China | 10,6 | 8,0 | 2,2 | 8,5 | 3,0 | 5,7 | 4,9 |
| 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 | 1,9 |
| Rússia | 7,2 | 1,3 | -2,7 | 5,6 | -2,1 | -0,5 | 1,3 |
| Turquia | 5,5 | 4,5 | 1,9 | 11,4 | 5,6 | 2,4 | 3,2 |
| Polónia | 4,2 | 3,7 | -2,0 | 6,9 | 4,9 | 0,7 | 2,7 |
| INFLAÇÃO | | | | | | | |
| Mundial | 4,1 | 3,7 | 3,2 | 4,7 | 8,7 | 6,6 | 4,8 |
| Países desenvolvidos | 2,1 | 1,6 | 0,7 | 3,1 | 7,3 | 4,6 | 2,4 |
| Estados Unidos | 2,8 | 1,8 | 1,3 | 4,7 | 8,0 | 4,0 | 2,1 |
| 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 | 5,8 | 2,9 |
| França | 1,9 | 1,3 | 0,5 | 2,1 | 5,9 | 4,9 | 2,5 |
| Itália | 2,4 | 1,4 | -0,1 | 1,9 | 8,7 | 6,3 | 2,6 |
| Portugal | 3,1 | 1,1 | 0,0 | 1,3 | 7,8 | 4,7 | 2,6 |
| Espanha | 3,2 | 1,3 | -0,3 | 3,1 | 8,4 | 3,4 | 3,4 |
| 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 | 7,3 | 3,3 |
| Países emergentes | 6,7 | 5,6 | 5,2 | 5,9 | 9,8 | 8,1 | 6,4 |
| China | 1,7 | 2,6 | 2,5 | 0,9 | 2,0 | 0,9 | 2,0 |
| 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 | 5,3 | 4,5 |
| México | 5,2 | 4,2 | 3,4 | 5,7 | 7,9 | 6,5 | 4,6 |
| Rússia | 14,2 | 7,9 | 3,4 | 6,7 | 13,8 | 6,7 | 5,2 |
| Turquia | 22,6 | 9,6 | 12,3 | 19,6 | 72,3 | 46,4 | 34,9 |
| Polónia | 3,5 | 2,0 | 3,7 | 5,2 | 14,3 | 11,7 | 6,7 |

Previsões

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

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

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

Previsões

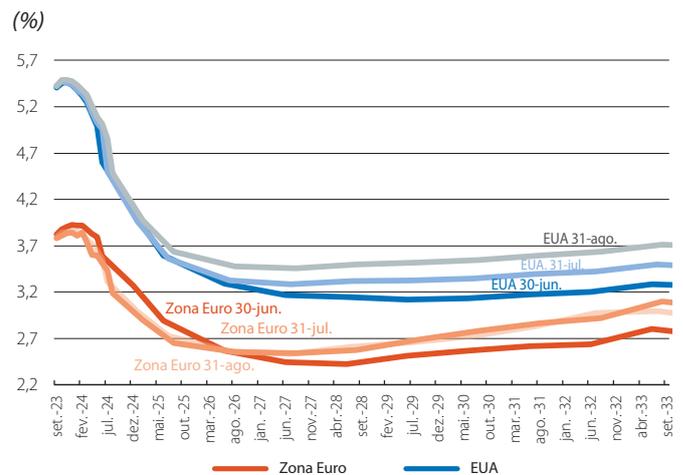
O mau mês de agosto nos mercados bolsistas internacionais prejudica o regresso das férias

Os investidores esperam novamente taxas mais elevadas durante mais tempo. Um dos principais focos do verão tem sido a contínua resistência do ciclo norte-americano às subidas das taxas de juro do último ano e meio. A força desta situação voltou a alimentar a narrativa de que a economia pode ter uma aterragem suave e que as taxas de juro manter-se-ão em níveis elevados durante mais tempo. Em consequência, as expectativas em relação às taxas de longo prazo aumentaram fortemente e, correlativamente, o mesmo aconteceu com a dívida soberana. O outro grande foco de atenção foi a situação da economia chinesa, que, juntamente com a subida das taxas de juro, pesou no sentimento dos investidores durante grande parte de agosto, quando, no meio do habitual baixo volume de transações, as principais bolsas mundiais registaram quedas. A fragilidade da economia da Zona Euro, ao contrário da dos Estados Unidos, abrandou a subida das taxas de rentabilidade dos títulos soberanos europeus nos últimos dois meses.

A Fed e o BCE deixaram as suas opções em aberto antes das férias de verão. Ambos os bancos centrais aumentaram as taxas em julho, em 25 p.b., para o intervalo de 5,25%-5,50% para a Fed e 3,75%-4,25% para o BCE (taxas *depo* e *a refi*, respetivamente), sublinhando o seu empenho no controlo da inflação. Contudo, deixaram as suas opções em aberto para avaliar os dados económicos que estarão disponíveis nas muitas semanas que antecedem a próxima reunião. Nos países desenvolvidos, o Banco do Canadá também aumentou as taxas em julho em 25 p.b., tal como o Banco de Inglaterra em agosto; apenas a Austrália e a Nova Zelândia não prolongaram os seus recentes aumentos. Em contrapartida, o Banco do Japão deu um pequeno passo no sentido de flexibilizar a política de controlo da curva de rendimentos, sem alterar os objetivos (taxa oficial em -0,1% e taxa soberana a 10 anos que flutue, idealmente, nos 50 p.b. ao redor de 0%), mas tornando a sua aplicação mais flexível (será mais tolerante às flutuações da taxa soberana, permitindo que esta possa chegar até 1,0%). Este primeiro passo da normalização monetária aumentou as expectativas dos investidores quanto a um aumento gradual da restritividade da política monetária do Japão, tendo em conta a resistência da economia, a persistência da inflação e a fraqueza do iene nos últimos meses.

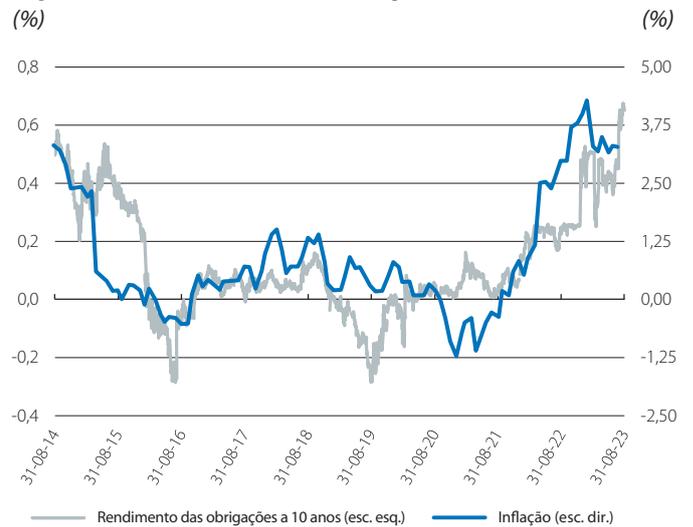
Os dados macroeconómicos impulsionaram as taxas soberanas. Nos EUA, o rendimento das obrigações soberanas a 10 anos registou uma forte recuperação desde meados de julho, prolongada pela descida do *rating* da dívida norte-americana pela Fitch no início de agosto (de AAA para AA+, devido à deterioração das contas orçamentais), atingindo, em meados do mês, máximos do ano em 4,34% e uma subida acentuada da inclinação do 10-2 anos em mais de 40 p.b. Já no final do mês, e apesar das declarações razoavelmente *hawkish*, por Powell em Jackson Hole, as taxas americanas baixaram (nomeadamente a taxa de referência a 2 anos, que fechou o mês de agosto praticamente estável em relação ao final de junho) face a dados macroeconómicos ainda positivos, mas um pouco abaixo das expectativas. As *yields* das obrigações soberanas de curto prazo na Zona Euro desceram gradualmente, com a taxa de rentabilidade alemã a 2 anos a cair mais de 20 p.b. desde junho. Ainda

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



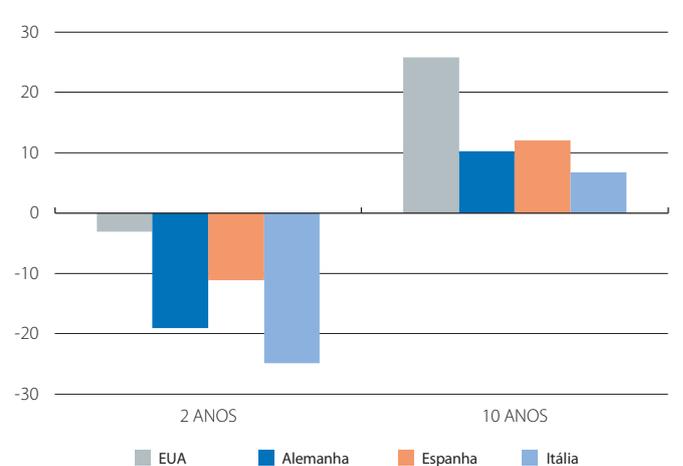
Nota: Forwards sobre a EFFR e a taxa OIS da área do euro a partir das curvas de rendimento do mercado. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Japão: taxas soberanas e inflação



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

Evolução da dívida soberana por país e prazo *



Nota: * A partir de 30 de junho. Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

na Europa, a perspetiva de taxas de juro do BCE próximas do seu pico manteve as taxas interbancárias estáveis, com a Euribor a 12 meses estável em cerca de 4,1% desde junho, após a sua subida imparável desde o início de 2022.

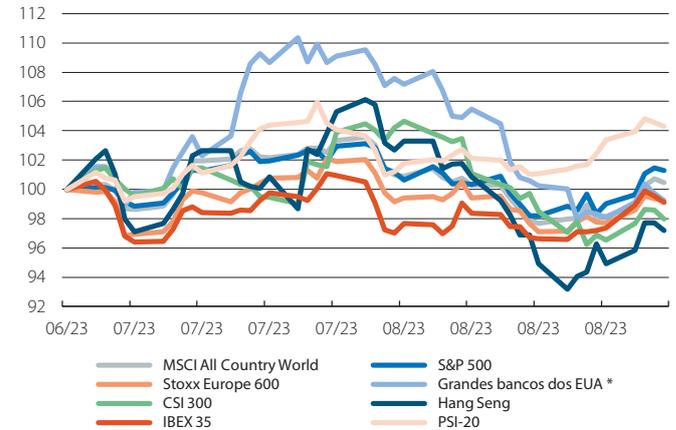
Os mercados bolsistas internacionais sofrem um mau mês de agosto. Enquanto em julho os principais mercados bolsistas internacionais registaram ganhos generalizados, a tendência inverteu-se em agosto, quando o índice MSCI All Country World caiu 3,0% no mês. Tal desempenho explica-se, por um lado, pela fraqueza do S&P 500 que, após atingir máximos de 12 meses e de ter acumulado cinco meses consecutivos de subidas no final de julho, terminou agosto com quedas de 1,8%, arrastado pelo mau desempenho de grandes empresas como a Apple e a Tesla e das maiores instituições financeiras. As ações chinesas também registaram perdas em agosto, penalizadas por dificuldades no sector imobiliário (Country Garden, um dos maiores promotores chineses, não pagou o cupão de uma dívida emitida) e por investidores céticos em relação aos estímulos públicos anunciados em julho, quando as autoridades prometeram resolver os problemas de liquidez do sector imobiliário e aumentar a confiança dos consumidores. O índice CSI 300 de Xangai e o Hang Seng de Hong Kong encerraram o mês com descidas de 6,2% e 8,5%, respetivamente. Os índices europeus também caíram, sobretudo após o enfraquecimento do ciclo nas últimas semanas do mês. A este respeito, o desempenho dos índices ibéricos tem sido mais positivo do que o dos seus pares.

O dólar anda para trás e para a frente. As previsões de investimento no início de julho para a Fed, que esperavam uma nova subida das taxas e cortes acentuados em 2024, pesaram fortemente sobre o dólar nas duas primeiras semanas de julho, quando o dólar se desvalorizou 3,1% a nível mundial, segundo o índice DXY (-3,0% também face ao euro). A narrativa de taxas mais elevadas durante mais tempo traduziu-se, no entanto, numa apreciação gradual do dólar desde então, paralela à das taxas de longo prazo, o que permitiu à moeda americana manter-se firme durante o verão e fechar o mês de agosto em níveis ligeiramente superiores aos de junho, tanto a nível mundial (+0,7% para o índice DXY) como face ao euro (+0,6%). Nas moedas do resto do mundo, o yen foi particularmente fraco em agosto, com uma depreciação mensal de 2,2% face ao dólar.

Oscilações bruscas dos preços da energia. Após a forte subida em junho do preço do gás natural europeu de referência, o Dutch TTF, com a chegada do tempo quente e o aparecimento de pressões sobre a oferta, em julho o bom andamento do enchimento dos reservatórios na UE acalmou os investidores e levou a uma descida dos preços de 23%. Em agosto, no entanto, esta tendência inverteu-se com igual intensidade, visto que surgiram novos riscos de abastecimento (nomeadamente, a ameaça de uma greve num grande produtor australiano) para o outono, coincidindo com a descida das temperaturas. Em suma, no final de agosto, a TTF situava-se em torno dos 35 euros em que tinha terminado o mês de junho. No sector do petróleo, o preço do barril de crude Brent subiu acentuadamente mais de 14% em julho, impulsionado pelos anúncios de cortes na produção e nas exportações por parte da Arábia Saudita e da Rússia, e mostrou-se volátil em agosto devido a dúvidas sobre a procura chinesa. Estas dúvidas também pesaram sobre os metais industriais em agosto, que inverteram a maior parte dos ganhos registados em julho. Em contrapartida, apesar da retirada da Rússia do acordo da ONU sobre a exportação de cereais ucranianos através do Mar Negro, os preços do trigo e do milho caíram cerca de 17% e 10%, respetivamente, desde junho.

Evolução dos principais índices bolsistas internacionais

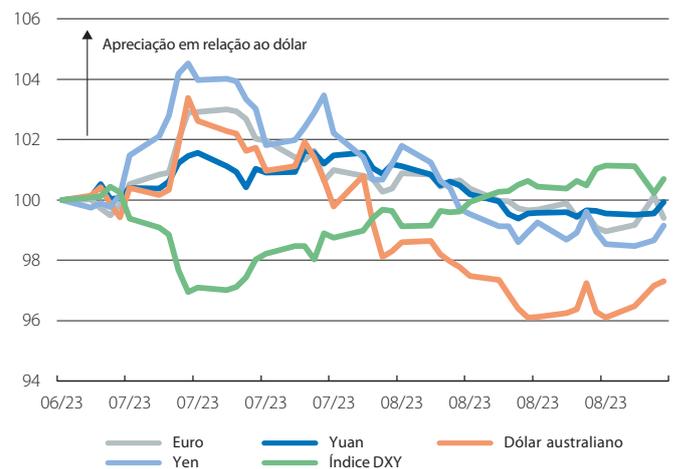
Índice (100 = 30 de junho de 2023)



Nota: * BlueStar Top10 US Banks Index (BUBNK).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas: desempenho face ao dólar

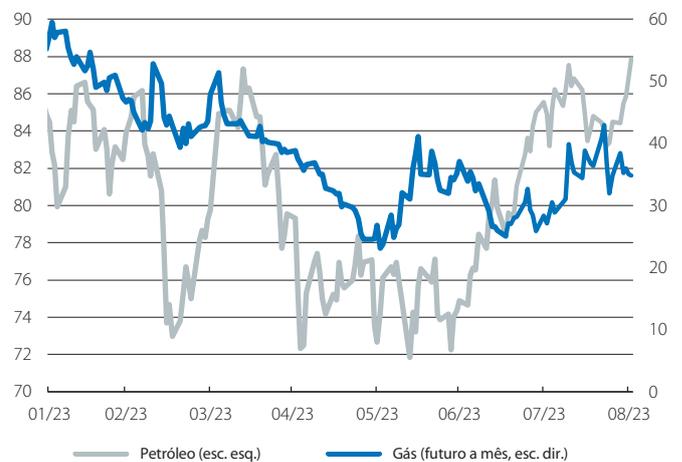
Índice (100 = 30 de junho de 2023)



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

Preços do gás natural e do petróleo

(Dólar/barril) (Euro/MWh)



Nota: Petróleo Brent e gás natural TTF.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

A importância das rendas na inflação dos EUA

A inflação está a diminuir na maioria das economias avançadas, embora os índices subjacentes estejam a cair a um ritmo mais lento. A progressividade com que se aproximação dos 2% será fundamental para determinar o futuro da política monetária dos principais bancos centrais. No caso dos EUA e da Reserva Federal, uma parte importante dependerá da componente ligada principalmente às despesas de habitação (*shelter*), que pesa 34% no cabaz de consumo do IPC (43% se excluirmos a alimentação e a energia).

O que inclui o *shelter* e como evoluiu desde a pandemia?

Shelter pode ser traduzido como refúgio ou abrigo e, no caso do IPC dos EUA inclui as despesas de alojamento. É constituído por quatro subcomponentes: renda da primeira residência, rendas imputadas aos proprietários, alojamento fora da primeira residência e alguns seguros, com pesos respetivos de 22%, 75%, 3% e 1%. A maior parte do *shelter* concentra-se, portanto, nas rendas, tanto dos inquilinos como dos senhorios, e ambas as variações de preços são obtidas através do inquérito aos inquilinos e das suas respostas sobre o preço das suas rendas.¹ Assim, o *shelter* reflete sobretudo a dinâmica do mercado de arrendamento, que nos últimos anos tem sido bastante tensa. O primeiro gráfico mostra que a inflação no *shelter* começou a aumentar fortemente durante o segundo semestre de 2021 e atingiu um pico entre o final de 2022 e o início de 2023. Contudo, desde março, esta dinâmica de aumentos acentuados dos preços tem vindo a moderar-se, embora continue a produzir variações homólogas muito aquém do objetivo da Reserva Federal.

Para o futuro, espera-se um novo abrandamento dos preços das rendas

Há vários meses que temos vindo a referir que os principais indicadores do mercado de arrendamento sugerem que esta moderação da componente *shelter* deverá prolongar-se e mesmo acentuar-se nos próximos meses e, dado o elevado peso do *shelter* no cabaz do IPC, arrastar para baixo a inflação no seu conjunto. Estes indicadores a que nos referimos são índices como o índice Zillow, que mostra a evolução dos novos preços de arrendamento (ou seja, como o preço de arrendamento da mesma habitação varia à medida que os inquilinos mudam). O Zillow é indicativo da direção da componente *shelter* do IPC, mas a sua sincro-

1. A compra de uma casa é considerada um investimento e não um consumo, pelo que o preço de compra não é incluído no IPC. No entanto, as famílias que residem em habitações ocupadas pelos proprietários têm um elemento de consumo equivalente ao das famílias que residem em habitações arrendadas. Por isso, os proprietários da sua residência, é-lhes imputado um custo equivalente ao que teriam se estivessem a viver na sua casa alugada.

EUA: inflação da componente *shelter* do IPC (%)



Nota: * Média de três meses da inflação mensal anualizada corrigida de sazonalidade. Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS.

EUA: preços de arrendamento em Zillow e *shelter* Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BLS e da Zillow.

EUA: preços das rendas, diferentes índices Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BLS e da Zillow.

nização é imperfeita, dado que o Bureau of Labor Statistics (BLS, a agência responsável pela recolha e publicação dos dados do IPC) calcula a variação do preço das rendas com base numa amostra de rendas que também inclui os preços das rendas dos inquilinos que continuam a viver na mesma propriedade. Com efeito, os contratos de arrendamento com novos inquilinos representam apenas 13% a 25% do total da amostra de arrendamento do IPC, de acordo com um estudo da Reserva Federal de Cleveland.² Assim, a componente de arrendamento do IPC tende a mover-se na mesma direção que o Zillow, mas mais lentamente e com um desfasamento.

Com o objetivo de tentar compreender melhor a amostra do BLS como um todo e minimizar a discrepância com os principais indicadores privados, este estudo da Fed de Cleveland separou a amostra do BLS, graças aos seus microdados, nos contratos em que o inquilino não mudou e naqueles em que mudou. No terceiro gráfico, o índice da Fed de Cleveland com novos inquilinos apresenta uma correlação elevada com o índice Zillow.

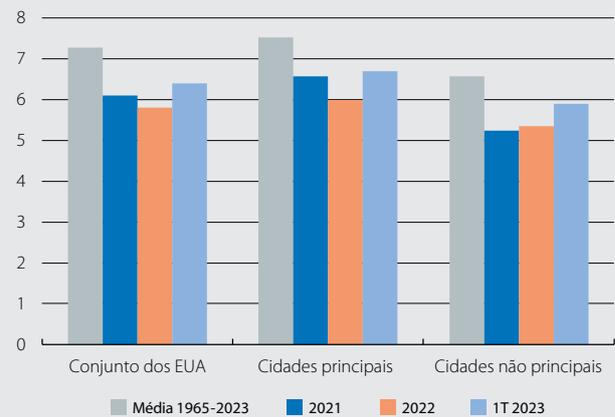
Isto implica que, em termos prospetivos, a moderação observada no índice Zillow deverá repercutir-se, com maior ou menor desfasamento, na evolução das rendas do IPC. Concretamente, conforme as correlações históricas entre o índice Zillow com um desfasamento de 12 meses e a componente *shelter*, a componente de habitação deverá situar-se em cerca de 4,5% no final do ano e ligeiramente acima de 3% em meados de 2024. Por conseguinte, apenas devido ao efeito direto da queda homóloga do Zillow, a inflação global nos EUA poderia diminuir 1,0 e 1,5 p.p. até ao final do ano e até meados do próximo ano, respetivamente. Além disso, a situação do mercado de arrendamento nos EUA está a dar alguns sinais de desanuviamento. No primeiro trimestre de 2023, por exemplo, a percentagem de habitações para arrendamento disponíveis no total de habitações para arrendamento estava acima da média de 2021 e 2022, mas ainda abaixo da média desde 1965 (ver o quarto gráfico).

A situação não é homogénea nas cidades ou regiões dos EUA. As diferenças nos preços das rendas são substanciais e, como se pode observar no último gráfico, o mesmo acontece com a sua variação anual. Apesar de algumas cidades estarem a registar descidas nos preços dos alugueres (por exemplo, Las Vegas), outras (por exemplo, Boston) registam aumentos substanciais nos preços anuais dos novos alugueres, de acordo com a Zillow (+7%).

No entanto, na medida em que a inflação do *shelter* continua a diminuir, dado o seu elevado peso no cabaz de consumo, a inflação global e a inflação de base continuarão a moderar-se. Além disso, com a desinflação também visível

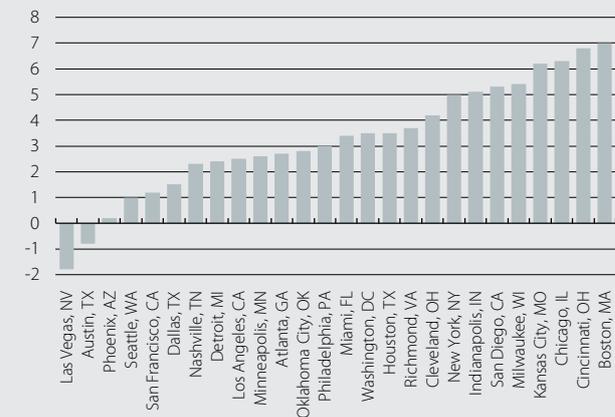
2. Ver Adams, B. et al.(2022). «Disentangling Rent Index Differences: Data, Methods, and Scope». Working Paper n.º 22-38. Banco da Reserva Federal de Cleveland.

EUA: casas disponíveis para arrendamento
(% do total do parque habitacional para arrendamento)



Fonte: BPI Research, com base em dados do US Census Bureau.

EUA: preço de arrendamento
Variação homóloga (%)



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

em grande parte do resto do cabaz de consumo, a Reserva Federal tem razões para pôr rapidamente termo às subidas das taxas de juro. Não obstante, a velocidade a que a inflação regressará aos 2% é incerta e, na ausência de um arrefecimento acentuado da atividade económica, a Reserva Federal estará provavelmente inclinada a manter o ambiente de taxas de juro elevadas durante mais alguns trimestres.

Taxas de juro (%)

| | 31-agosto | 30-junho | Variação bimestral (p. b.) | Variação acum. em 2023 (p. b.) | Variação homóloga (p. b.) |
|-------------------------------------|-----------|----------|----------------------------|--------------------------------|---------------------------|
| Zona Euro | | | | | |
| Refi BCE | 4,25 | 4,00 | 25 | 175,0 | 375,0 |
| Euribor 3 meses | 3,80 | 3,58 | 22 | 166,3 | 303,2 |
| Euribor 12 meses | 4,10 | 4,13 | -3 | 81,1 | 220,6 |
| Dívida pública a 1 ano (Alemanha) | 3,54 | 3,59 | -5 | 93,7 | 284,9 |
| Dívida pública a 2 anos (Alemanha) | 2,98 | 3,20 | -22 | 21,4 | 187,7 |
| Dívida pública a 10 anos (Alemanha) | 2,47 | 2,39 | 7 | -10,5 | 94,1 |
| Dívida pública a 10 anos (Espanha) | 3,48 | 3,39 | 10 | -18,1 | 76,8 |
| Dívida pública a 10 anos (Portugal) | 3,19 | 3,13 | 7 | -39,2 | 58,8 |
| EUA | | | | | |
| Fed funds (limite superior) | 5,50 | 5,25 | 25 | 100,0 | 300,0 |
| Libor 3 meses | 5,66 | 5,55 | 12 | 89,6 | 250,5 |
| Dívida pública a 1 ano | 5,38 | 5,39 | -1 | 69,8 | 197,2 |
| Dívida pública a 2 anos | 4,86 | 4,90 | -3 | 43,7 | 147,6 |
| Dívida pública a 10 anos | 4,11 | 3,84 | 27 | 23,3 | 91,9 |

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

| | 31-agosto | 30-junho | Variação bimestral (p. b.) | Variação acum. em 2023 (p. b.) | Variação homóloga (p. b.) |
|-------------------------------|-----------|----------|----------------------------|--------------------------------|---------------------------|
| Itraxx Corporativo | 70 | 74 | -4 | -20,5 | -44,2 |
| Itraxx Financeiro Sénior | 81 | 85 | -4 | -18,1 | -43,5 |
| Itraxx Financeiro Subordinado | 148 | 160 | -12 | -24,1 | -82,4 |

Taxas de câmbio

| | 31-agosto | 30-junho | Variação bimestral (%) | Variação acum. em 2023 (%) | Variação homóloga (%) |
|----------------------------|-----------|----------|------------------------|----------------------------|-----------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,084 | 1,091 | -0,6 | 1,3 | 8,9 |
| EUR/JPY (ienes por euro) | 157,820 | 157,440 | 0,2 | 12,4 | 13,1 |
| EUR/GBP (libras por euro) | 0,856 | 0,859 | -0,4 | -3,4 | -1,1 |
| USD/JPY (ienes por dólar) | 145,540 | 144,310 | 0,9 | 11,0 | 3,8 |

Matérias-primas

| | 31-agosto | 30-junho | Variação bimestral (%) | Variação acum. em 2023 (%) | Variação homóloga (%) |
|-------------------------------|-----------|----------|------------------------|----------------------------|-----------------------|
| Índice CRB de matérias primas | 552,8 | 547,8 | 0,9 | -0,3 | -3,6 |
| Brent (\$/barril) | 86,9 | 74,9 | 16,0 | 1,1 | -6,6 |
| Ouro (\$/onça) | 1.940,2 | 1.919,4 | 1,1 | 6,4 | 13,3 |

Mercado acionista

| | 31-agosto | 30-junho | Variação bimestral (%) | Variação acum. em 2023 (%) | Variação homóloga (%) |
|--------------------------|-----------|----------|------------------------|----------------------------|-----------------------|
| S&P 500 (EUA) | 4.507,7 | 4.450,4 | 1,3 | 17,4 | 14,9 |
| Eurostoxx 50 (Zona Euro) | 4.297,1 | 4.399,1 | -2,3 | 13,3 | 21,2 |
| Ibex 35 (Espanha) | 9.505,9 | 9.593,0 | -0,9 | 15,5 | 19,8 |
| PSI 20 (Portugal) | 6.174,0 | 5.920,3 | 4,3 | 7,8 | 2,8 |
| Nikkei 225 (Japão) | 32.619,3 | 33.189,0 | -1,7 | 25,0 | 18,0 |
| MSCI emergentes | 980,3 | 989,5 | -0,9 | 2,5 | 0,9 |

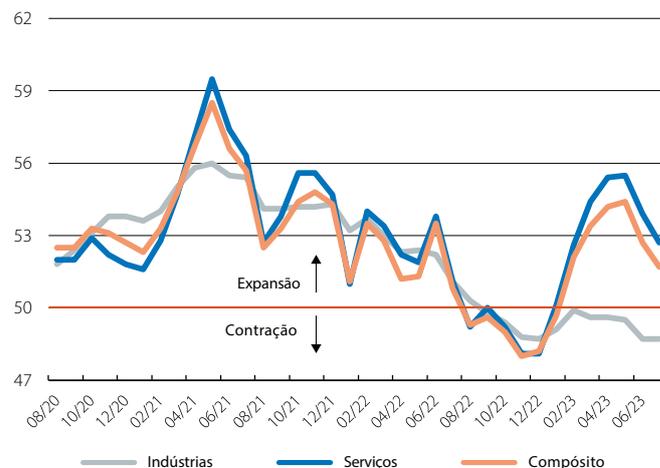
Deterioração das expectativas na economia mundial

A economia mundial abrandará na última parte do ano. Há diversos fatores que justificam esta hipótese. Na China, a recuperação após a reabertura foi mais fraca do que o previsto e os problemas no sector imobiliário estão a afetar o sistema financeiro. As taxas de juro globais permanecem em território contracionista (embora algumas economias emergentes tenham começado a reduzir as taxas) e os bancos centrais das principais economias desenvolvidas já declararam que as taxas permanecerão elevadas durante algum tempo (*high for longer*). Além disso, após vários anos de políticas orçamentais muito expansionistas, especialmente na Europa e nos Estados Unidos, espera-se alguma correção até 2024. De facto, a deterioração das contas públicas justificou a descida do rating de crédito atribuído pela agência Fitch em um nível nos EUA (de AAA para AA+).

Os EUA começam a dar sinais de esgotamento. O PIB registou um crescimento em cadeia de 0,5% no segundo trimestre (0,5% no primeiro trimestre), graças a uma retoma do investimento não residencial (1,5% vs. 0,2%) e à resistência do consumo público (0,8% vs. 1,2%). Contudo, apesar dos dados positivos, começam a surgir alguns indícios do impacto do aumento acumulado das taxas de juro desde o início de 2022. O consumo das famílias abrandou para 0,4% (1,0% anteriormente), devido à quase estagnação das despesas com bens duradouros, enquanto o investimento residencial caiu pelo nono trimestre consecutivo (-0,9% vs. -1,0%). Vários indicadores melhoraram em julho (as vendas a retalho cresceram 0,7% em termos mensais e a produção industrial aumentou 1,0%, após dois meses de descidas), mas espera-se um arrefecimento nos próximos meses. O PMI composto caiu em agosto pelo terceiro mês consecutivo e situa-se agora nos 50,4, referências que apontam para uma estagnação da atividade. Em contrapartida, o mercado de trabalho continua a ser muito robusto, mas há alguns sinais de normalização: foram criados, em média, cerca de 170 000 novos postos de trabalho em julho e agosto, contra uma média de 200 000 nos três meses anteriores (revista substancialmente em baixa) e os rácios de ofertas de emprego por desempregado continuam a diminuir em relação aos máximos de 2022. Em suma, é expeável alguma moderação no ritmo de crescimento, especialmente nos últimos meses do ano, embora a resiliência demonstrada pela economia tenha reduzido a probabilidade de uma recessão nos próximos meses (mesmo a Fed eliminou esta opção dos cenários considerados na sua última reunião).

As pressões inflacionistas nos EUA continuam em alta, mas estão a corrigir-se. Os salários nominais revelam correção ligeira: na média de julho e agosto mantiveram um aumento homólogo de 4,4%, semelhante ao crescimento médio do resto do ano. Tal comportamento dos salários pode limitar a força da correção das medidas de preços subjacentes: em julho, a inflação subjacente desceu 0,2 p. p. para 4,7%, enquanto a inflação global recuperou 0,2 p. p. para 3,2%. A inflação dos serviços não relacionados com a habitação (um indicador-chave para a Fed) tem vindo a diminuir desde o final do ano passado e, em julho, manteve-se praticamente inalterada (4,0% vs. 3,9%).

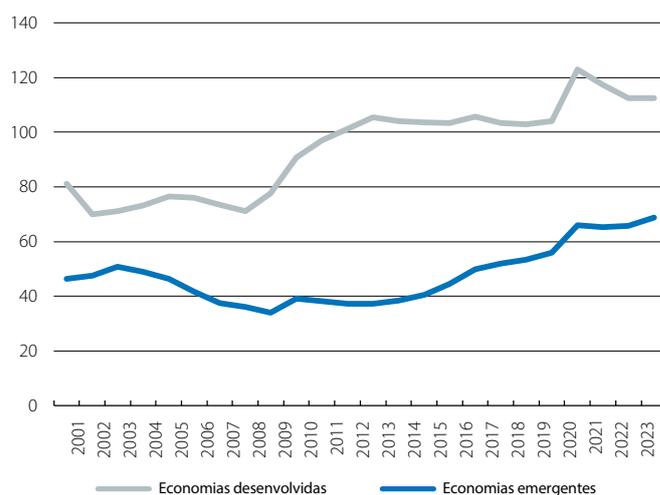
Global: PMI Índice



Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global, via Refinitiv.

Global: dívida pública

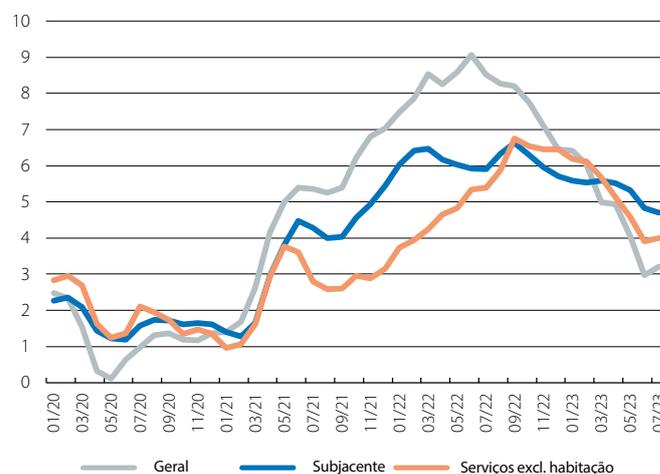
(% do PIB)



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

EUA: IPC

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir do Bureau of Labor Statistics.

A resiliência da Zona Euro no segundo trimestre de 2023 não é assim tão forte.

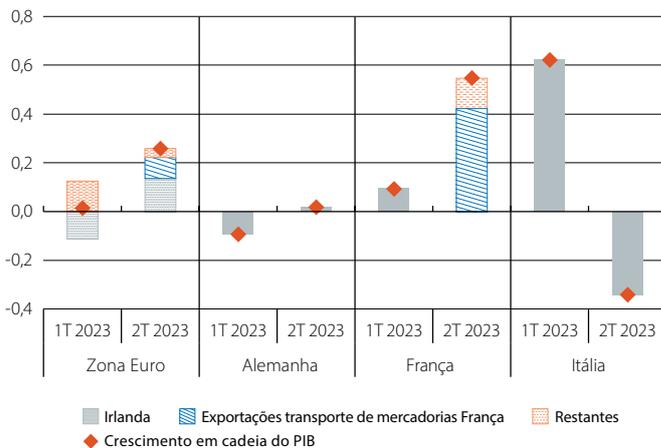
A Zona Euro registou um crescimento trimestral de 0,3% no 2T, após ter estagnado no 1T. Contudo, a maior parte deste crescimento explica-se por fatores excecionais: o forte crescimento em França (0,5% vs. 0,1% no 1T) explica-se pela expedição pontual de um navio, e o crescimento da Irlanda continua a caracterizar-se pela volatilidade (+3,3% vs. -2,8%). Se excluirmos estes dois elementos, a Zona Euro não teria crescido praticamente nada, uma vez que Itália registou uma queda de 0,3% (+0,6% anteriormente) e a Alemanha estagnou, após dois trimestres de queda. São dados que mostram a fragilidade da Zona Euro, que contrasta com o dinamismo do mercado de trabalho: o emprego na Zona Euro no primeiro semestre de 2023 cresceu 0,8% em comparação com o segundo semestre de 2022, com a taxa de desemprego a manter-se num mínimo de 6,4% em junho. Além disso, a taxa de postos de trabalho vagos continua perto de máximos no 2T (3,1%) e 25% das empresas da indústria transformadora e 33% das empresas de serviços admitem estar a ser afetadas pela escassez de mão de obra. Este aperto do mercado de trabalho afeta a evolução dos salários: os salários negociados cresceram, em termos nominais, no 2T, a uma taxa homóloga de 4,3% (4,4% anteriormente), perto de máximos de 30 anos, mas significativamente abaixo de uma inflação a moderar-se gradualmente (em julho e agosto, a inflação global situou-se em 5,3%, menos 0,2 p.p. do que em junho, enquanto a inflação subjacente, em 5,3% em agosto, continuou a ser impulsionada por efeitos de base).

A incerteza na Zona Euro continua muito elevada. O PMI voltou a cair em agosto (indicador composto em 46,7 vs. 48,6 em julho), afetado pelo declínio da atividade no setor de serviços (47,9 vs. 50,9), enquanto a indústria manufatureira permaneceu fraca (43,5 vs. 42,7). Aliás, a reativação das regras orçamentais no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento em 2024 é suscetível de implicar menores ventos favoráveis no futuro. Mesmo com uma economia fraca, a Alemanha já cortou as suas despesas em 6,4% para 2024 (só as despesas com a defesa estão a aumentar). O impacto das subidas das taxas (425 p.b., desde junho de 2022) ainda não foi totalmente repercutido na atividade e, de facto, as declarações de Lagarde sugerem que as condições monetárias permanecerão apertadas durante algum tempo. Consequentemente, não se podem excluir novas revisões em baixa do nosso cenário, especialmente para 2024 (0,7% em 2023 e 1,0% em 2024 atualmente).

A China continua a desiludir. O PIB cresceu apenas 0,8% em termos trimestrais no segundo trimestre de 2023, após 2,2% no primeiro trimestre de 2023, devido, entre outros fatores, aos problemas do seu sector imobiliário. Com efeito, no verão, os problemas imobiliários geraram novos episódios de tensão financeira. O Country Garden, o maior promotor privado do país, não conseguiu pagar os juros de duas obrigações internacionais; ao mesmo tempo que o gigante chinês da gestão de ativos Zhongzhi Enterprise Group anunciava que a sua elevada exposição ao sector imobiliário o obrigava a suspender os pagamentos dos seus produtos de poupança e a reestruturar a sua dívida. A evolução dos preços é outra prova da fraqueza da economia: em julho, a inflação situou-se em -0,3% em termos homólogos, com os preços no produtor a registarem uma variação homóloga negativa (-4,4%) pelo décimo mês consecutivo. Neste contexto, a reação da política orçamental e monetária tem sido bastante gradual.

Zona Euro: PIB *

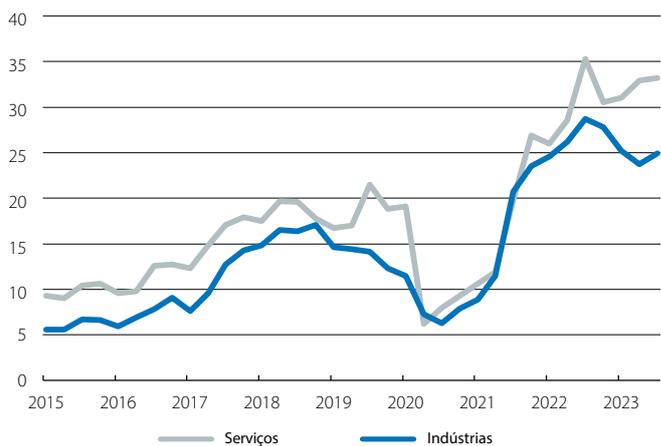
Contribuição para o crescimento dos fatores excecionais (p. p.)



Nota: * Crescimento trimestral.
 Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global, via Refinitiv.

Zona Euro: empresas com dificuldades em encontrar mão de obra

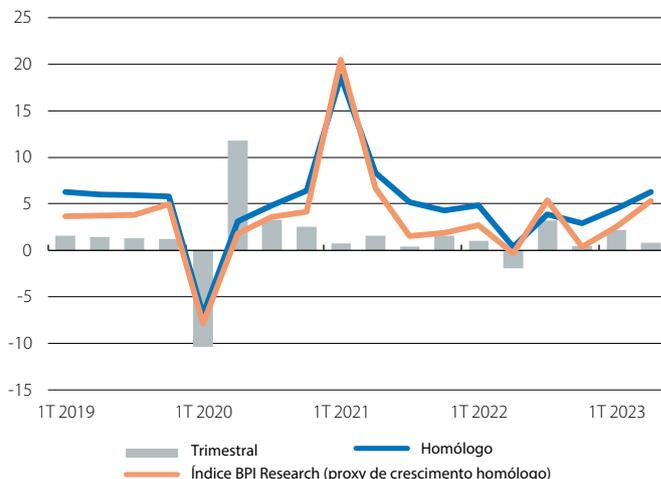
(% das empresas inquiridas)



Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global, via Refinitiv.

China: PIB

Variações (%)



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

Inflação europeia: unidos na diversidade

As 20 economias da Zona Euro têm uma moeda única, o euro, com a qual partilham uma política monetária comum e, implicitamente, uma taxa de câmbio fixa. Nos últimos dois anos, porém, a Zona Euro registou discrepâncias acentuadas nas taxas de inflação dos seus países membros (ver o primeiro gráfico). Esta dispersão é relevante: na realidade, resulta em diferenças na transmissão da política monetária e dos termos de troca, porque afeta a taxa de juro «real» (ou seja, ajustada à inflação) e a taxa de câmbio: 1 euro é 1 euro tanto em Viena como em Paris, mas o poder de compra desse euro depende do custo de vida em cada cidade; de igual modo, uma taxa de juro do BCE de 4% não tem o mesmo efeito numa economia em que a inflação é de 10% (taxa de juro real -6%) do que numa em que é de 2% (taxa real +2%). Por conseguinte, os diferenciais de inflação que surgiram nos últimos dois anos condicionam as medidas do BCE (ver segundo gráfico) e constituem um desafio para a Zona Euro no seu conjunto. Mas o que está por detrás desta dispersão?

Dispersão: a dimensão da inflação é importante

Em tempos de normalidade, o intervalo de inflação na Zona Euro variava entre um mínimo de 0% e um máximo de 3%; em 2022, o intervalo alargou-se para 7%-25%. Em parte, a dispersão deve-se a pequenas economias que registaram uma inflação muito elevada (especialmente nos países bálticos, com um pico de 25% na Estónia e de 22% na Letónia e na Lituânia), embora os indicadores de dispersão não sejam tão elevados se for tido em conta o peso relativo de cada economia no cabaz de preços da Zona Euro (ver terceiro gráfico).¹

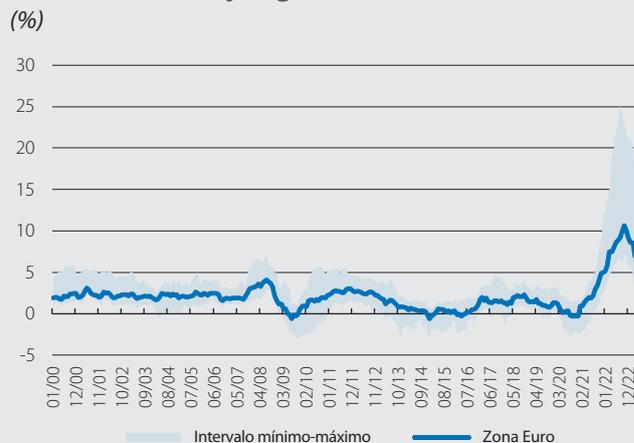
Por outro lado, parte da dispersão entre países reflete um efeito de unidades: se o nível de inflação for multiplicado por um fator de 5 (como tem sido o caso da média europeia), o valor dos indicadores de dispersão, como o desvio padrão, é também multiplicado por um fator de 5. É por isso que devemos também analisar a situação atual com métricas de dispersão relativa, como o coeficiente de variação, que normaliza o desvio padrão pelo nível médio de inflação. O terceiro gráfico mostra que este indicador se encontra em níveis mais normais, o que sugere que a dispersão entre países não é tão anormal no contexto de um nível de inflação geralmente elevado na Zona Euro.²

Causas da dispersão...

O contexto é fundamental, o que também é demonstrado pelo facto de a maior parte da dispersão ser explicada por

1. O desvio padrão ponderado de cada país é formalmente menor do que o desvio-padrão não ponderado (ou seja, atribuindo a mesma ponderação a todas as economias da Zona Euro).
2. A observação de que a dispersão entre as economias aumenta com o nível de inflação pode também ser interpretada como evidência de diferenças no grau de rigidez nominal entre os países da Zona Euro.

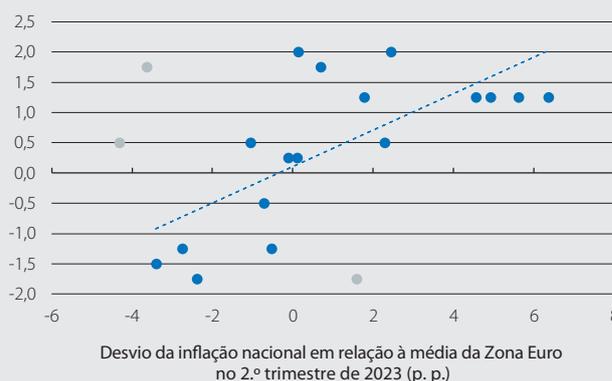
Zona Euro: inflação global



Nota: O gráfico mostra a inflação global mínima e máxima (em termos homólogos) entre os países membros da Zona Euro, bem como para a região no seu conjunto.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

Zona Euro: inflação e tom dos bancos centrais nacionais

Tom do banco central nacional (índice Dove-Hawk)



Notas: El índice Dove-O índice Dove-Hawk da Econstream classifica os presidentes dos bancos centrais nacionais entre os mais «dovish» (índice negativo) e os mais «hawkish» (índice positivo). Os pontos cinzentos representam três casos «atípicos» que não se ajustam bem à relação: Bélgica, Itália e Luxemburgo.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e www.econstream-media.com.

Zona Euro: dispersão da inflação global

Índice



Notas: O desvio padrão não ponderado atribui igual peso a todos os países da área do euro, enquanto o desvio padrão ponderado tem em conta o peso de cada país no cabaz do IHPC para o conjunto da Zona Euro. O coeficiente de variação corresponde ao desvio padrão ponderado dividido pela inflação média da Zona Euro numa média móvel de 6 meses.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

diferenças na inflação da energia (ver o quarto gráfico), embora recentemente se tenha observado um pouco mais de dispersão na inflação dos serviços.³

A importância da energia e o «efeito de nível» da inflação são consistentes com a ideia de que, por detrás da dispersão entre países, encontramos uma origem comum: um choque comum e intenso, o da guerra na Ucrânia e o seu efeito nos preços da energia e dos produtos alimentares, transmitido com intensidade diferente a cada país, em função da exposição à crise desencadeada pela guerra e das diferentes respostas de política económica. Consequentemente, os países menos dependentes do gás russo e/ou com maior produção de energias renováveis registaram, em geral, uma menor tensão nos preços. A disparidade das políticas implementadas face à crise foi também muito elevada, tanto em termos de custo das medidas⁴ como da sua conceção, desde os incentivos à poupança de energia até às intervenções (ou não) no sistema de preços⁵, inclusive as ajudas diretas às famílias e às empresas.

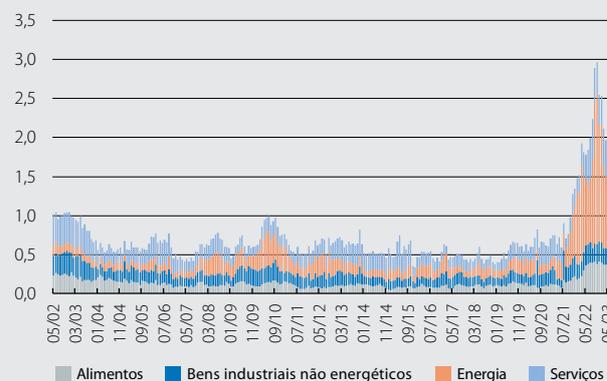
Outra maneira de identificar a origem comum desta disparidade na inflação é analisar a sincronia entre a inflação nos diferentes países da Zona Euro. Existem técnicas estatísticas que, explorando a correlação das inflações das economias europeias, permitem extrair um fator comum entre estas inflações nacionais. Como revela o último gráfico, a evolução deste fator comum explica uma grande parte da dinâmica individual de cada país, facto que se intensificou nos últimos dois anos e não se limita apenas aos preços da energia: por enquanto (com dados até junho de 2023), o fator comum subjacente à inflação dos bens industriais, dos serviços e dos produtos alimentares dos países da Zona Euro também se reforçou.

... e as suas consequências

Se a dispersão entre países for causada por um choque comum, que não provém apenas da energia, mas que também se traduz numa forte dinâmica comum entre os preços subjacentes de cada país, as diferenças deverão normalizar-se com a descida da inflação no conjunto da Zona Euro. Isto não implica, porém, uma normalização das diferenças entre os níveis de preços dos países. Com efeito, há indicações de que a dispersão das taxas de inflação conduziu a uma maior convergência dos níveis de preços nos

Zona Euro: contributos para o desvio padrão da inflação

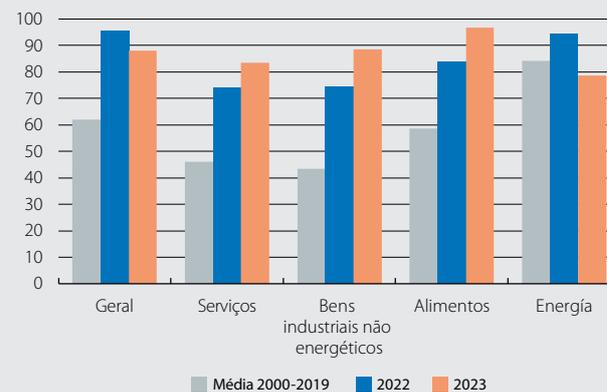
(p.p.)



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

Zona Euro: variação da inflação dos países explicada por fatores comuns *

(%)



Notas: * Efetuámos uma análise de componentes principais para a inflação (global e por produto) na Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Países Baixos, Portugal, Espanha e França. O gráfico apresenta a variação entre países, explicada pela primeira componente principal, calculada com base em intervalos móveis de 24 meses. Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

países da Zona Euro; uma convergência que pode acentuar as desigualdades quando não é acompanhada de uma convergência dos rendimentos e da produtividade.⁶

3. A maior contribuição recente dos serviços é também visível na decomposição do coeficiente de variação.
 4. O apoio público varia, segundo os dados do Bruegel, entre mais de 7% do PIB na Alemanha e menos de 1% na Finlândia.
 5. A França, por exemplo, optou por intervenções diretas nos preços do gás. Portanto, a contração dos seus preços da energia foi menos pronunciada a curto prazo, mas está a abrandar mais lentamente a médio prazo: no auge da crise, o IPC da energia na Zona Euro era 30% mais elevado do que no início de 2022, contra «apenas» 15% em França; atualmente, o valor para a Zona Euro diminuiu para 10%, mas mantém-se próximo dos 15% em França.

6. Ver Buelens, C. (2023). «The great dispersion: euro area inflation differentials on the aftermath of the pandemic and the war». QREA, vol. 23, n.º 2.

O Império do Meio e os seus vizinhos (parte I): uma perspetiva geoeconómica

O significado e a utilização do nome do país que hoje conhecemos como China evoluíram ao longo do tempo. A sua designação mais comum, utilizada nos últimos séculos e que é agora o nome oficial do país em mandarim, *Zhongguo*, significa Império do Meio.¹ As relações económicas da China com o mundo exterior também mudaram ao longo dos séculos, com períodos de “isolamento” do mundo exterior, períodos de grandes tensões, como durante as Guerras do Ópio, e períodos de reabertura a partir da década de 1970. Em Focus anteriores,² vimos como o gigante asiático ganhou importância nas cadeias de valor globais, ultrapassando a marca dos 3 biliões de dólares em exportações de bens pela primeira vez em 2021. É verdade que o mesmo se passa na direção oposta: o mercado chinês adquiriu importância para a maioria dos seus parceiros comerciais e vizinhos. No que respeita à Ásia, a China é o destino de um quarto das exportações da Coreia do Sul, de um quinto das exportações do Japão e de um sexto das exportações dos países da ASEAN.³ Neste século, destacam-se ainda duas grandes tendências: o declínio do sector transformador japonês e a crescente centralidade da China nas cadeias de valor asiáticas.

Desenvolvimentos recentes nas cadeias de valor asiáticas: o caso dos países ASEAN

As exportações de mercadorias dos países da ASEAN para o resto do mundo atingiram, em 2021, 1,4 biliões de dólares (em comparação com 1,3 biliões de dólares para os países do USMCA e 2,5 biliões de dólares para a UE, para citar outros grandes blocos comerciais continentais).⁴ Em termos globais, incluindo os fluxos comerciais intrabloco, a região da ASEAN representa 8 % do comércio mundial, em comparação com quase 30 % para a UE ou 12 % para o USMCA. Considerando a repartição setorial, quase 40% das exportações do bloco da ASEAN para o resto do mundo são atualmente constituídas por produtos eletrónicos e maquinaria. Uma década antes, as exportações destes países para o resto do mundo ascendiam a 900 mil milhões de dólares, com 30% do total destinado a estes sectores de alta tecnologia (a exploração mineira e os produtos dela derivados vinham logo a seguir, com 17% do total das exportações, contra 8% atualmente). O Índice de Complexidade Económica (ICE), compilado pelo Observatório da Complexidade Económica (OEC), mede a «intensidade tecnológica» de cada economia de acordo com o seu perfil de exportação e classifica Singa-

Valor acrescentado nas exportações de países terceiros originárias dos países da ASEAN

(% do VA nas exportações de cada sector-país)

| | UE-27 | | | EUA | | | China | | | Japão | | | Coreia do Sul | | | Taiwan | Hong Kong | Índia |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 |
| TOTAL | 0,4 | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 1,2 | 1,9 | 1,6 | 0,8 | 1,1 | 1,7 | 2,5 | 2,6 | 2,4 | 3,5 | 2,6 | 0,8 |
| Agricultura | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,3 | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,9 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,7 | 2,4 | 2,3 | 0,1 |
| Mineração | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 0,7 | 1,1 | 1,5 | 1,4 | 2,0 | 1,3 | 2,9 | 2,9 | 0,5 |
| Indústrias | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 1,4 | 2,1 | 1,8 | 0,9 | 1,3 | 2,0 | 2,7 | 2,9 | 2,6 | 4,0 | 3,5 | 0,9 |
| Alimentação | 0,4 | 0,5 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 1,0 | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 1,5 | 1,4 | 1,8 | 2,5 | 2,4 | 2,1 | 0,2 |
| Têxtil e vestuário | 0,7 | 0,6 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 0,7 | 1,0 | 1,9 | 2,2 | 2,6 | 3,6 | 3,6 | 3,0 | 0,5 |
| Madeira e papel | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 2,1 | 2,0 | 1,4 | 0,7 | 1,1 | 1,6 | 1,9 | 2,5 | 2,4 | 3,5 | 3,3 | 0,4 |
| Química e farmacêutica | 0,4 | 0,4 | 0,7 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 1,5 | 1,9 | 1,6 | 1,3 | 1,9 | 2,4 | 6,4 | 5,5 | 3,1 | 4,6 | 4,9 | 1,5 |
| Metais | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 1,1 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,9 | 2,2 | 3,5 | 3,1 | 2,7 | 3,1 | 3,8 | 1,0 |
| Eletrónica * | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 1,1 | 0,6 | 1,6 | 3,2 | 2,6 | 0,9 | 1,2 | 2,0 | 2,2 | 2,6 | 2,7 | 4,3 | 4,2 | 1,1 |
| Maquinaria | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 1,0 | 1,4 | 1,3 | 0,6 | 1,0 | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 2,0 | 3,0 | 3,9 | 0,9 |
| Equipamento de transporte * | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,9 | 0,9 | 1,2 | 1,2 | 0,7 | 1,2 | 2,1 | 1,5 | 1,8 | 2,1 | 2,2 | 3,4 | 1,1 |
| Outras indústrias | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,6 | 1,5 | 1,7 | 1,4 | 0,7 | 1,3 | 1,8 | 2,1 | 2,2 | 2,6 | 2,8 | 2,6 | 0,7 |
| Serviços | 0,2 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,7 | 0,9 | 0,7 | 0,4 | 0,6 | 0,9 | 2,0 | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 2,2 | 0,6 |

Notas: Este quadro mostra o destino setorial do valor acrescentado das exportações finais de cada país. Exemplo: entre 2015 e 2018, 1,2 % do valor acrescentado das exportações de produtos eletrónicos da UE-27, 2,6 % das exportações de produtos eletrónicos da China e 4,3 % das exportações de produtos eletrónicos de Taiwan tiveram origem nos países da ASEAN. Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC em 2001), 2002-2007 (após a entrada da China na OMC, pré-crise financeira) e 2015-2018 (os anos mais recentes). São utilizados os dados da atualização mais recente dos dados do OECD TiVA (novembro de 2021).

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

1. A designação ocidental China (ou *Sinae* em latim) tem origem no nome Qin (pronuncia-se «chin»), o Estado que se expandiu na região do Alto Rio Amarelo a partir do século VII A. C., e que depois emergiu como uma das potências dominantes dos Sete Estados Combatentes, unificando-os e estabelecendo o primeiro império da China unificada sob a dinastia Qin, no século III A. C. Ver por exemplo Kwong, L. S. K. (2015) «What's in a name: Zhongguo (or 'Middle Kingdom') reconsidered», *The Historical Journal*, 58, 3, pp. 781-804. Cambridge University Press.

2. Ver os Focus «UE e China: mapas de uma interdependência estratégica (I e II)» no IM05 /2022 e no IM01 /2023.

3. Os países da ASEAN incluem o Brunei, o Camboja, a Indonésia, o Laos, a Malásia, Myanmar, as Filipinas, Singapura, a Tailândia e o Vietname. Entre estes, os maiores exportadores são o Vietname, Singapura, Malásia, Tailândia e Indonésia.

4. A zona de comércio livre USMCA, anteriormente conhecida como NAFTA, inclui o Canadá, os EUA e o México. Se adicionarmos o comércio entre países do mesmo bloco, os países da ASEAN exportam um total de cerca de 1,7 biliões de dólares, os países do USMCA cerca de 2,6 biliões de dólares e a UE cerca de 6,2 biliões de dólares.

pura em sexto lugar, a Malásia em 24.º e o Vietname em 58.º (em 2010, Singapura ocupava o 11.º lugar, a Malásia o 29.º e o Vietname o 78.º).⁵ Os fluxos comerciais na região da ASEAN também têm vindo a mudar de direção, com uma maior concentração na China e nos EUA, e a perda de importância no Japão. Desta forma, a China e os Estados Unidos representam cada um cerca de 20% das exportações dos países da ASEAN (eram cerca de 15% em 2010), enquanto a quota do Japão desceu de 13% em 2010 para 8%.

O primeiro quadro mostra o mapeamento da integração dos países da ASEAN nas cadeias de valor globais, medindo o valor acrescentado proveniente destas no total das exportações de cada sector-país. Por exemplo, por cada 100 euros de exportações do sector eletrónico europeu, 1,2 euros têm origem na ASEAN (em comparação, 81 euros são produzidos na própria UE, 4,1 euros na China e 3,4 euros nos EUA). Por outro lado, 1,8 euros em cada 100 exportações de produtos manufacturados chineses são originários da ASEAN (em comparação com cerca de 82 euros na China, 2,3 euros na Coreia do Sul e na UE, 2 euros nos EUA e 1,8 euros no Japão).⁶ Também se pode ver como os países da ASEAN ganharam proeminência no sector transformador global, particularmente nos sectores de ponta. Além disso, o bloco da ASEAN não só exportou mais diretamente para o estrangeiro (como se pode ver nos dados brutos de exportação), mas também, através da sua maior integração nas cadeias de valor asiáticas e europeias, beneficiou do seu efeito de arrastamento e exportou mais indiretamente para países terceiros.

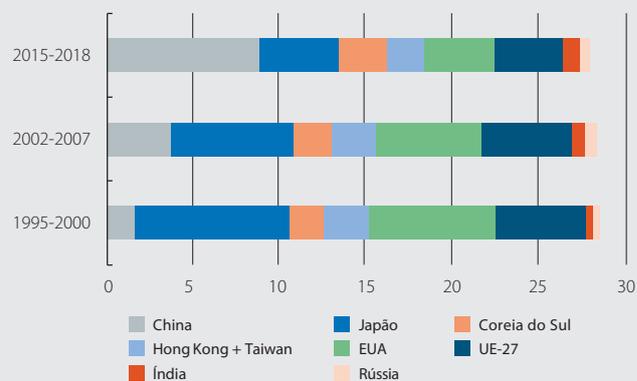
Em contrapartida, os países da ASEAN também realinharam as suas cadeias de produção. Este facto evidencia a deslocação do Japão pela China na cadeia de valor regional (ver primeiro gráfico), um «facto estilizado» que se estende a outras economias asiáticas.⁷ Com efeito, verifica-se uma deslocação geral do «centro de gravidade» das cadeias de valor para a China, que também afeta outros parceiros comerciais, como os EUA. Por último, importa referir que existem diferenças importantes entre os países da ASEAN. No Focus «O Império do Meio e os seus vizinhos: dois estudos de caso» neste relatório, analisamos mais pormenorizadamente as experiências recentes do Vietname e da Malásia.

Qual é o futuro das cadeias de valor asiáticas?

A China adquiriu, nas últimas décadas, um papel económico incontestável, o que, por sua vez, beneficiou muitas economias asiáticas. No entanto, à medida que foi recuperando um papel geopolítico proporcional à sua relevância económica, aumentaram as tensões com alguns dos seus parceiros comerciais mais importantes, o que poderá ter repercussões significativas nas suas relações económicas. A

5. A título de referência, o Japão ocupa o primeiro lugar, Alemanha o quinto, os EUA estão na décima posição e a China na 25ª.
 6. No início do século, os países da ASEAN representavam 2% do VA das exportações de produtos manufacturados da China, em comparação com 75% na China, 3% na UE, nos EUA ou na Coreia do Sul, e quase 5% no Japão.
 7. Não só o Japão perdeu quota de mercado na região, como as exportações de produtos manufacturados para os países da ASEAN, a China, a Coreia do Sul, Taiwan e mesmo os EUA, diminuíram em termos absolutos. Simultaneamente, registou-se uma diminuição da parte do VA «nacional» (produzido no Japão) nas exportações brutas japonesas. No entanto, não é possível falar de uma dissociação do Japão da cadeia de valor asiática (ou global), dado que outros países (ou grupos de países) aumentaram a sua presença nas cadeias de valor japonesas.

Origem geográfica do valor acrescentado bruto (VAB) das exportações de produtos manufacturados dos países da ASEAN (% do VAB total)



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

China continuará a ser o Império do Meio nas cadeias de valor mundiais? Como é que os seus vizinhos se poderão posicionar no novo ambiente geopolítico?

Embora a Ásia tenha ganho um papel crucial nas cadeias de valor globais, o continente (e em particular a região do Pacífico) está a tornar-se o epicentro da contestação geopolítica entre blocos. A fragmentação do comércio mundial, associada ao arbrandamento económico da China, trará assim grandes desafios a toda a região e, em particular, aos países da ASEAN. No entanto, há motivos para optimismo. Vimos, por exemplo, como, apesar de a China se ter tornado o centro da cadeia de valor asiática, os países da ASEAN mantiveram (e até reforçaram) as suas relações económicas com o resto da Ásia e com outras regiões do mundo. Por outro lado, convém recordar que, entre estes países, alguns adotam posições geopolíticas mais próximas da China, outros mais próximas dos EUA e outros mantêm alguma ambiguidade «estratégica». É, pois, possível que as novas estratégias de minimização (ou de redução) do risco por parte de blocos geopolíticos emergentes (possivelmente um mais próximo dos EUA e a outro para a China) acabam por gerar vencedores, em particular os países em posições geográficas mais próximas dos dois blocos e os que possuem certos recursos indispensáveis (sejam eles recursos naturais ou técnicos).⁸ Uma maior fragmentação económica pode assim materializar-se em cadeias de valor mais longas, em que partes da produção (como a montagem ou a produção de certos bens intermédios) têm de ser deslocalizadas para regiões consideradas «neutras» com certas vantagens competitivas. Os países da ASEAN contam-se entre aqueles cuja geografia e vantagens comparativas podem até beneficiar num ambiente mais incerto. No entanto, outros países, como a Índia, estão a emergir para «proteger as suas apostas» neste ambiente geopolítico e poderão posicionar-se como um parceiro comercial importante para a região. Mas não haverá nenhum império no meio que possa ter sucesso por si só.

8. Ver, por exemplo, Campos, R., Estefania-Flores, J., Furceri, SR. e Timini, J. (2023). «Geopolitical fragmentation and trade». Journal of Comparative Economics (em publicação).

O Império do Meio e os seus vizinhos (parte II): dois casos de estudo

No Focus «O Império do Meio e os seus vizinhos (parte I): uma perspetiva geoeconómica», podemos ver como a China tornou-se o centro de gravidade das cadeias de valor asiáticas nas últimas décadas e como isso afetou os fluxos comerciais dos países vizinhos. Relativamente ao bloco da ASEAN, as suas exportações para o resto do mundo aumentaram 50% na última década, acompanhadas por uma crescente especialização tecnológica, e os seus fluxos comerciais têm vindo a mudar de direção, resultando numa maior concentração na China e nos EUA, e uma perda de importância do Japão. Existem, no entanto, nuances importantes entre países, bem ilustradas pelos casos do Vietname e da Malásia. O Vietname registou um aumento de 19 vezes nas suas exportações de bens para o resto do mundo nas últimas duas décadas (em comparação com um aumento médio de 4 vezes para o conjunto dos países da ASEAN e de 10 vezes para a China), o que o tornou recentemente o maior exportador do bloco da ASEAN. As exportações de bens da Malásia triplicaram no mesmo período.

Desenvolvimentos recentes nas cadeias de valor asiáticas: lições da ASEAN

Os destinos e a composição dos fluxos comerciais do Vietname e da Malásia transformaram-se desde o início do século. O Vietname exportou principalmente minérios, produtos refinados e têxteis para a Ásia (mais de 50% das suas exportações destinaram-se a países asiáticos, principalmente ao Japão, com quase 20%). Em contrapartida, em 2021, 30% das exportações vietnamitas destinavam-se aos EUA e mais de metade são produtos eletrónicos e de maquinaria.¹ Entretanto, 60% das exportações da Malásia no início do século eram produtos eletrónicos e de maquinaria, especialmente para os EUA (21%), metade dos quais também para a Ásia (principalmente Singapura e Japão). Em 2021, menos de metade das exportações eram eletrónicas e de maquinaria, e concentraram-se principalmente na Ásia (representando dois terços das exportações da Malásia, sendo Singapura e a China os principais destinos).²

No segundo gráfico, podemos ver como o Vietname tem assistido a uma crescente abertura ao exterior acompanhada de uma maior integração com toda a cadeia de valor asiática, em particular com a China e a Coreia do Sul, enquanto o peso de outras economias avançadas (como o Japão, os EUA ou a UE) manteve-se relativamente estável. A Malásia, em contrapartida, registou um declínio progressivo do valor acrescentado externo das exportações, com perdas de quota particularmente visíveis no Japão,

1. A Ásia continua a representar 50% das exportações brutas do Vietname, sendo a China o principal destino, com 16% do total, enquanto as exportações para o Japão representam menos de 6% do total.
 2. Em 2010, segundo o Observatório da Complexidade Económica, os três produtos mais exportados pelo Vietname foram o crude (7%), o arroz e o calçado de pele (4% cada). A soma destes valores representou, em 2021, menos de 3 por cento do total, sendo os itens mais exportados o equipamento de transmissão (14%), os telefones (7%) e os circuitos integrados (5%). Da Malásia, as exportações de circuitos integrados (12%), gás e óleo de palma (6% cada) destacaram-se em 2010, enquanto em 2021, os três produtos malaios mais exportados foram os circuitos integrados (21%), o petróleo refinado (9%) e o óleo de palma (5%).

Vietname e Malásia: exportações anuais de mercadorias

(Milhões de dólares)

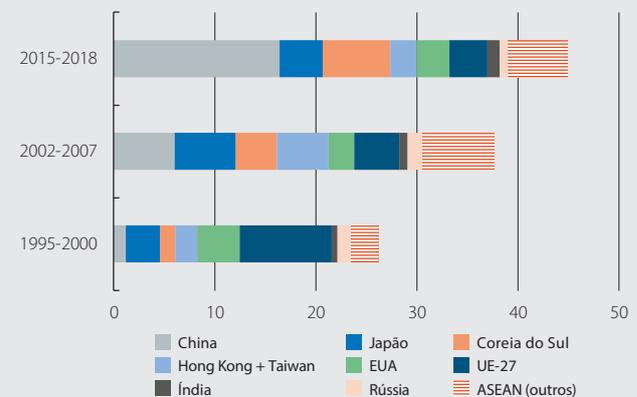


Notas: Outras indústrias manufatureiras incluem produtos de madeira e papel, produtos químicos e farmacêuticos (incl. produtos minerais, como a refinaria de petróleo) e metais. A indústria manufatureira avançada inclui a eletrónica, a maquinaria e o equipamento de transporte. Nota metodológica: os dados comunicados pela OEC assentam na base de dados BACI (Base pour L'Analyse du Commerce International) do grupo de estudos CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales), que harmoniza os dados anuais do comércio internacional da Divisão de Estatística das Nações Unidas (UN Comtrade) para mais de 150 países, desagregados ao nível de mais de 5000 produtos. Para mais detalhes sobre estes dados, ver Gaulier, G. e Zignago, S. (2010): «BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version», CEPII Working Paper, 2010-2023.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Observatório da Complexidade Económica (OEC, sigla em inglês) e UN Comtrade.

Vietname: origem geográfica do valor acrescentado bruto (VAB) das exportações da indústria manufatureira

(% do VAB total)



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

nos EUA e na UE (ver terceiro gráfico).³ Uma exceção notável a esta tendência é a crescente integração da indústria manufatureira da Malásia com a China, particularmente em sectores como a eletrónica e a maquinaria, que representam 10% do VAB das exportações (no Vietname, este valor é de 16% para a eletrónica e 21% para a maquinaria).

A evolução do comércio com a China (o segundo maior parceiro comercial de ambos os países) é particularmente interessante. O Vietname exportou bens para a China de cerca de 7 mil milhões de dólares em 2010 (30% de minas e refinação de petróleo) para 58 mil milhões de dólares em 2021 (60% de eletrónica e maquinaria). A Malásia exportou

3. Durante a última década, registou-se, de facto, um declínio no valor acrescentado absoluto das exportações de produtos manufaturados da Malásia a partir destes três mercados e dos países da ASEAN.

27 mil milhões de dólares para a China em 2010 (mais de 50% de maquinaria e eletrónica), enquanto em 2021 exportou cerca de 48 mil milhões de dólares, com uma menor percentagem de manufatura avançada (menos de 40% de maquinaria e eletrónica) e uma maior percentagem de mineração, produtos refinados (principalmente petróleo e gás) e metais, que aumentaram de menos de 3% para 15%. As informações sobre as importações de produtos eletrónicos provenientes da China (um sexto do total, a par da indústria mineira e dos produtos refinados) confirmam a transformação estrutural do padrão comercial do Vietname: 10% são atualmente provenientes do país (um valor semelhante ao do Japão ou da UE, e apenas atrás da Coreia do Sul e de Taiwan), em comparação com 5% provenientes da Malásia. Uma década antes, 7% provinham da Malásia e menos de 1% do Vietname.⁴

Para onde vão as ASEAN?

Subjacente a estas diferenças nos padrões recentes de evolução do comércio internacional está a significativa heterogeneidade das condições económicas, geográficas e políticas entre os países da ASEAN.⁵ No caso do Vietname, observamos um período de expansão económica, de crescente especialização, acompanhado de uma diversificação dos fluxos comerciais. A Malásia, que já é uma das economias mais desenvolvidas da região, registou uma concentração da sua cadeia de valor na Ásia, em particular na China, cuja forte procura de matérias-primas e metais ganhou peso nos fluxos comerciais do país. No entanto, embora a ascensão da China no mercado global tenha sido um entrave para os sectores exportadores de alguns destes países (como o Vietname e a Tailândia), trazendo benefícios ao longo da cadeia de valor, também resultou numa maior concorrência em sectores mais avançados, um efeito que é mais relevante nas economias mais avançadas da região (como a Malásia, Singapura e Japão).

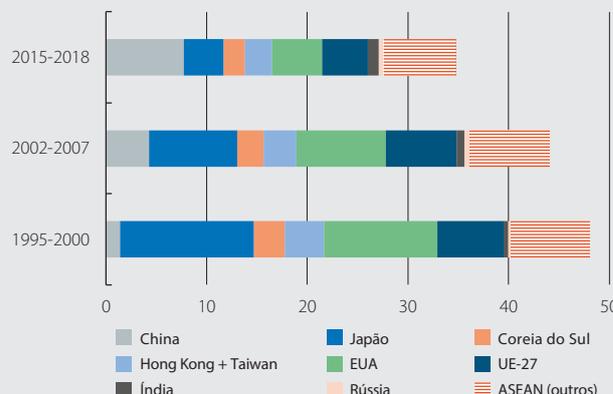
Mas o caso do Vietname não é apenas um caso de convergência económica e de repercussões positivas do desenvolvimento económico da China. O Vietname é frequentemente citado pela qualidade do seu sistema educativo, que gerou uma oferta de mão de obra que responde a uma procura crescente de mão de obra mais qualificada e contribuiu para a rápida expansão de sectores como a eletrónica. A isto acresce o fator demográfico, com uma população ativa jovem e em crescimento, enquanto outros vizinhos asiáticos enfrentam um declínio demográfico. O investimento em infraestruturas e a geografia também ajudaram: a capital, Hanói, está agora a menos de 17 horas de carro do principal polo tecnológico da China, Shenzhen, e os seus 3000 quilómetros de costa facilitam

4. O Vietname tornou-se também o terceiro maior exportador de produtos eletrónicos para os EUA (com 8% das importações totais, atrás apenas da China, com 33%, e do México, com 19%, e acima da UE no seu conjunto), em comparação com 5% para a Malásia. Uma década antes, representava menos de 1% do total das importações de produtos eletrónicos dos EUA.

5. O Vietname apresentava um PIB per capita de cerca de 500 dólares em 2000 (considerado um país de baixo rendimento, de acordo com os indicadores do Banco Mundial) e, desde então, tem crescido anualmente, em média, 7%, enquanto a Malásia tinha um PIB per capita de 4500 dólares em 2000 e manteve uma taxa de crescimento de 5% durante o período. Neste momento, o Vietname tem um PIB per capita de 4500 dólares e a Malásia tem um PIB per capita de 13 000 dólares, o que coloca ambos os países na definição de países de rendimento médio-alto.

Malásia: origem geográfica do valor acrescentado bruto (VAB) das exportações de produtos manufaturados

(% do VAB total)



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

tam as ligações marítimas globais.⁶ Os ingredientes subjacentes ao sucesso do Vietname, que reproduzem a experiência dos «tigres asiáticos», oferecem assim várias lições de desenvolvimento para outros países da região. Por último, o Vietname pode já ter sido um dos primeiros vencedores das tensões comerciais entre a China e os EUA. Entre 2018 e 2021, as suas exportações de produtos eletrónicos para os EUA triplicaram e as da China praticamente estagnaram.

O Vietname é hoje uma das economias mais abertas do mundo e é membro de mais de uma dúzia de acordos comerciais, como o RCEP, considerado o maior acordo comercial regional do mundo,⁷ e, desde 1995, o grupo ASEAN. Apesar das suas divergências, talvez a maior realização dos países da ASEAN tenha sido trazer a paz e o diálogo a uma região devastada por conflitos há apenas algumas décadas. Mas o bloco de países pode ser ainda mais ambicioso. As trocas comerciais intrarregionais ainda representam 20% do comércio total da região (em comparação com mais de 60% no caso da UE, ou 40% no caso do USMCA, o sucessor do NAFTA), dada a existência de um elevado nível de barreiras comerciais não pautais na região. No contexto de tensões geopolíticas crescentes, a ausência de instituições comuns dificulta o aproveitamento do ambiente geoeconómico favorável e ameaça a defesa de prioridades regionais, como a estabilidade do Mar do Sul da China. Tal como o Vietname nos anos 80, para que o bloco da ASEAN continue a impulsionar o desenvolvimento da região, precisa de um plano de reformas *doi moi*.

6. Com base nos dados do Banco Mundial, o investimento direto estrangeiro no Vietname atingiu 5% do PIB entre 2000 e 2021. Este valor é superior ao da maioria dos seus vizinhos asiáticos, como a Malásia (3%), e à média dos países de rendimento médio-alto (também 3%).

7. A RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) entrou em vigor em 2022 e inclui os 10 países da ASEAN, bem como a China, a Coreia do Sul, o Japão, a Índia, a Austrália e a Nova Zelândia. No seu conjunto, representam 30% do PIB mundial e uma população de mais de 3 mil milhões de pessoas.

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

ESTADOS UNIDOS

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|--|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Atividade | | | | | | | | | |
| PIB real | 5,9 | 2,1 | 1,9 | 0,9 | 1,8 | 2,5 | – | – | – |
| Vendas a retalho (sem carros nem gasolina) | 15,8 | 9,3 | 9,3 | 7,5 | 5,9 | 3,3 | 4,0 | 5,3 | ... |
| Confiança do consumidor (valor) | 112,7 | 104,5 | 102,2 | 104,2 | 105,5 | 106,1 | 110,1 | 114,0 | 106,1 |
| Produção industrial | 4,4 | 3,4 | 3,5 | 1,8 | 1,3 | 1,0 | –0,8 | –0,2 | ... |
| Índice atividade industrial (ISM) (valor) | 60,7 | 53,5 | 52,2 | 49,1 | 48,3 | 47,8 | 46,0 | 46,4 | 47,6 |
| Habitacões iniciadas (milhares) | 1.606 | 1.551 | 1.446 | 1.405 | 1.375 | 1.378 | 1.398 | 1.452 | ... |
| Case-Shiller preço habitação usada (valor) | 267 | 306 | 310 | 304 | 302 | 301 | 310,9 | ... | ... |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa) | 5,4 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,6 | 3,5 | 3,8 |
| Taxa de emprego (% pop. > 16 anos) | 58,4 | 60,0 | 60,0 | 60,0 | 60,1 | 60,2 | 60,3 | 60,4 | 60,4 |
| Balança comercial ¹ (% PIB) | –3,6 | –3,7 | –3,9 | –3,7 | –3,6 | –3,5 | –3,2 | ... | ... |
| Preços | | | | | | | | | |
| Taxa de inflação geral | 4,7 | 8,0 | 8,3 | 7,1 | 6,7 | 6,3 | 3,0 | 3,2 | ... |
| Taxa de inflação subjacente | 3,6 | 6,2 | 6,3 | 6,0 | 5,7 | 5,6 | 4,8 | 4,7 | ... |

JAPÃO

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Atividade | | | | | | | | | |
| PIB real | 2,2 | 1,0 | 1,5 | 0,4 | 2,0 | 2,0 | – | – | – |
| Confiança do consumidor (valor) | 36,3 | 32,2 | 31,0 | 30,4 | 30,7 | 31,2 | 36,2 | 37,1 | 36,2 |
| Produção industrial | 5,8 | 0,0 | 3,7 | 0,7 | –1,8 | –1,8 | 0,0 | –2,5 | ... |
| Índice atividade empresarial (Tankan) (valor) | 13,8 | 9,5 | 8,0 | 7,0 | 1,0 | 5,0 | – | – | – |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa) | 2,8 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,7 | ... |
| Balança comercial ¹ (% PIB) | –0,3 | –3,7 | –3,0 | –3,8 | –4,0 | –4,0 | –3,3 | –3,0 | ... |
| Preços | | | | | | | | | |
| Taxa de inflação geral | –0,2 | 2,5 | 2,9 | 3,9 | 4,1 | 3,9 | 3,3 | 3,3 | ... |
| Taxa de inflação subjacente | –0,5 | 1,1 | 1,5 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 4,2 | 4,3 | ... |

CHINA

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Atividade | | | | | | | | | |
| PIB real | 8,4 | 3,0 | 3,9 | 2,9 | 4,5 | 6,3 | – | – | ... |
| Vendas a retalho | 12,4 | –0,8 | 3,5 | –2,7 | 5,8 | ... | 3,1 | 2,5 | ... |
| Produção industrial | 9,3 | 3,4 | 4,8 | 2,8 | 3,2 | 4,5 | 4,4 | 3,7 | ... |
| PMI indústrias (oficial) | 50,5 | 49,1 | 49,5 | 48,1 | 51,5 | 49,0 | 49,0 | 49,3 | 49,7 |
| Setor externo | | | | | | | | | |
| Balança comercial ^{1,2} | 681 | 893 | 912 | 893 | 940 | ... | 935,8 | 913,0 | ... |
| Exportações | 30,0 | 7,1 | 10,0 | –6,8 | 0,1 | ... | –13,9 | –15,4 | ... |
| Importações | 30,0 | 0,9 | 0,2 | –6,6 | –6,9 | ... | –6,9 | –12,4 | ... |
| Preços | | | | | | | | | |
| Taxa de inflação geral | 0,9 | 2,0 | 2,7 | 1,8 | 1,3 | 0,1 | 0,0 | –0,3 | ... |
| Taxa de juro de referência ³ | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,5 |
| Renminbi por dólar | 6,5 | 6,7 | 6,9 | 7,1 | 6,8 | 7,2 | 7,2 | 7,2 | 7,3 |

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 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|--|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>) | 5,4 | 1,0 | -0,5 | -2,5 | -2,5 | -2,2 | -1,4 | ... | ... |
| Produção industrial (<i>variação homóloga</i>) | 9,9 | 2,3 | 3,5 | 2,1 | 0,4 | -1,2 | -1,3 | ... | ... |
| Confiança do consumidor | -7,5 | -21,9 | -26,9 | -26,9 | -26,9 | -26,9 | -16,1 | -15,1 | -16,0 |
| Sentimento económico | 110,7 | 101,9 | 96,5 | 96,5 | 96,5 | 96,5 | 95,2 | 94,5 | 93,3 |
| PMI indústrias | 60,2 | 52,1 | 49,3 | 47,1 | 48,2 | 44,7 | 43,4 | 42,7 | 43,5 |
| PMI serviços | 53,6 | 52,1 | 49,9 | 49,0 | 52,8 | 54,4 | 52,0 | 50,9 | 47,9 |
| Mercado de trabalho | | | | | | | | | |
| Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>) | 1,5 | ... | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,4 | - | - | - |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa) | 7,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,6 | 6,5 | 6,4 | 6,4 | ... |
| Alemanha (% pop. ativa) | 3,6 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | ... |
| França (% pop. ativa) | 7,9 | 7,3 | 7,2 | 7,2 | 7,1 | 7,3 | 7,3 | 7,4 | ... |
| Itália (% pop. ativa) | 9,5 | 8,1 | 8,0 | 7,9 | 7,9 | 7,7 | 7,5 | 7,6 | ... |
| PIB real (<i>variação homóloga</i>) | 5,7 | 3,4 | 2,4 | 1,8 | 1,1 | 0,6 | - | - | - |
| Alemanha (<i>variação homóloga</i>) | 3,3 | 1,9 | 1,2 | 0,8 | -0,3 | -0,1 | - | - | - |
| França (<i>variação homóloga</i>) | 6,8 | 2,6 | 1,2 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | - | - | - |
| Itália (<i>variação homóloga</i>) | 7,3 | 3,9 | 2,5 | 1,5 | 2,0 | 0,4 | - | - | - |

Preços

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação geral | 2,6 | 8,4 | 9,3 | 10,0 | 8,0 | 6,2 | 5,5 | 5,3 | 5,3 |
| Inflação subjacente | 1,5 | 3,9 | 4,4 | 5,1 | 5,5 | 5,5 | 5,5 | 5,5 | 5,3 |

Setor externo

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Balança corrente | 3,1 | -0,9 | -0,4 | -0,9 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | ... | ... |
| Alemanha | 7,7 | 4,2 | 4,7 | 4,2 | 4,4 | 5,1 | 5,1 | ... | ... |
| França | 0,4 | -2,0 | -1,2 | -2,0 | -1,9 | -1,8 | -1,8 | ... | ... |
| Itália | 3,1 | -1,2 | -1,1 | -1,2 | -1,0 | -0,4 | -0,4 | ... | ... |
| Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor) | 94,3 | 90,8 | 88,9 | 91,7 | 93,1 | 94,2 | 94,4 | 95,8 | ... |

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Financiamento do setor privado | | | | | | | | | |
| Crédito a sociedades não financeiras ² | 3,5 | 6,7 | 8,4 | 7,9 | 5,7 | 3,9 | 3,0 | 2,2 | ... |
| Crédito às famílias ^{2,3} | 3,8 | 4,4 | 4,5 | 4,0 | 3,2 | 2,1 | 1,7 | 1,3 | ... |
| Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%) | 1,2 | 1,8 | 1,8 | 2,9 | 3,8 | 4,5 | 4,8 | 4,9 | ... |
| Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%) | 1,3 | 2,0 | 2,1 | 2,9 | 3,7 | 4,2 | 4,4 | 4,5 | ... |
| Depósitos | | | | | | | | | |
| Depósitos à vista | 12,8 | 6,3 | 6,3 | 1,4 | -3,9 | -8,0 | -9,2 | -10,5 | ... |
| Outros depósitos a curto prazo | -0,8 | 4,5 | 5,3 | 12,0 | 17,6 | 22,5 | 24,0 | 23,9 | ... |
| Instrumentos negociáveis | 11,6 | 3,6 | 4,1 | 7,5 | 19,4 | 22,0 | 22,8 | 20,6 | ... |
| Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%) | 0,2 | 0,5 | 0,4 | 1,1 | 1,9 | 2,5 | 2,7 | 2,8 | ... |

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio externo. 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 variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável 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 estagna no 2T, colocando alguma incerteza no crescimento anual

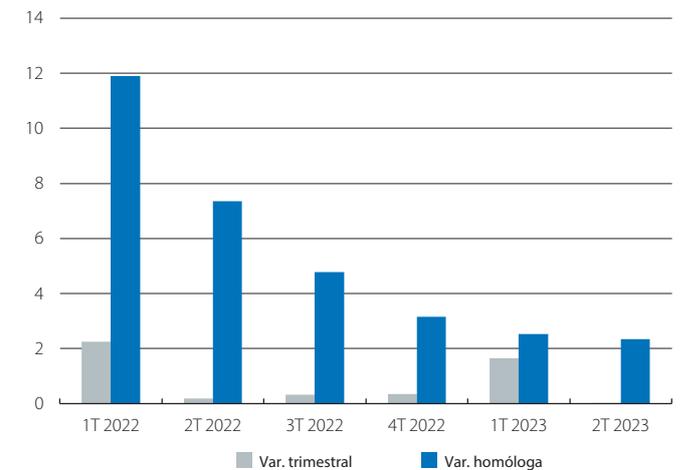
PIB estagna no 2T, com a procura externa a contribuir negativamente, resultado da queda mais forte das exportações do que das importações. A procura interna contribuiu com 0,4 p.p., com o consumo das famílias a registar melhor desempenho. Entretanto, os últimos dados e as perspetivas para a atividade evidenciam sinais mistos, pese embora o tom geral seja de desaceleração. Por um lado, o volume de negócios no comércio a retalho cresceu 3,6% homólogo em julho, sendo de referir neste contexto que continua forte o crescimento nas vendas de veículos automóveis (aumentaram 9,6% homólogo). No mesmo mês e no setor do turismo, as dormidas também foram superiores ao registado em 2022 e ao pré-pandemia. Em oposição, o indicador diário de atividade aponta para um crescimento homólogo muito modesto em agosto e o indicador de clima económico diminuiu uma décima face a julho, com pioria da confiança transversal a todos os setores de atividade. A confiança dos consumidores também agravou, com pioria no que diz respeito às perspetivas nos próximos 12 meses (menor oportunidade para poupança e para compras importantes, por exemplo). No campo dos preços, a inflação de acordo com a estimativa rápida em agosto, voltou a subir para 3,7% (via incremento mensal dos preços da energia e produtos alimentares não transformados), mas continua o caminho de descida na componente subjacente.

O mercado de trabalho aparenta uma melhoria no 2T, mas dados recentes sinalizam riscos. A taxa de desemprego diminuiu de 7,2% no 1T para 6,1% no 2T, o que, apesar de ser superior ao valor no 1T22 (5,7%), não deixa de ser historicamente baixa. E a população empregada atingiu o nível mais elevado desde o 2T 2009 (+1,6% homólogo). Ainda assim, existem alguns sinais de alerta. Por exemplo, o aumento do emprego precário, que explica quase 80% do aumento homólogo do emprego por conta de outrem; ainda assim, o rácio contratos temporários/emprego por conta de outrem está nos 17,8%, abaixo da média de 2019 (cerca de 21%). Em segundo lugar, a recente evolução do desemprego registado: em julho, aumentou 2,5% homólogo (ainda que partindo de base baixa – ver quadro). Finalmente refira-se o número historicamente elevado de trabalhadores em *layoff*, o aumento dos pedidos de subsídio de desemprego em julho e o aumento dos trabalhadores despedidos ao abrigo de despedimentos coletivos (apesar de, no caso destes dois últimos, o número continuar a ser baixo). Entretanto, os dados preliminares apontam para uma estabilização da taxa de desemprego em 6,3% em julho, o que, apesar de representar um valor mais elevado do que no mês homólogo, continua em níveis reduzidos.

Contas públicas mantêm-se em terreno positivo pelo sétimo mês consecutivo. O excedente orçamental foi de 1,4% até julho (excluindo a transferência do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos para a Caixa Geral de Aposentações, sem impacto na ótica oficial), com a receita a aumentar 8,6% homólogo e a despesa 5,9%. Os principais *drivers* destes aumentos residem no incremento da receita fiscal e contributiva (explica cerca de 94% do aumento da receita total) e transferências correntes (com a atualização intercalar das pensões e o aumento do número de pensionistas), despesa com pessoal e aquisição de bens & serviços. De notar que o montante de juros aumentou em

Portugal: PIB real

Taxa de variação (%)



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

Portugal: Indicadores mensais do mercado de trabalho

(Milhares de indivíduos, exceto quando indicado o contrário)

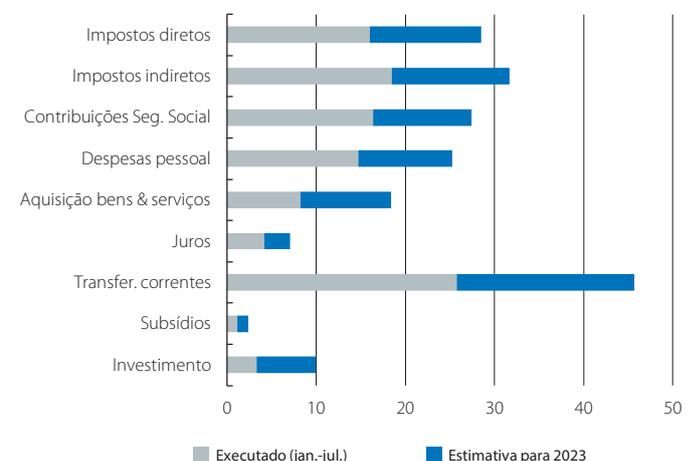
| | Média no mês de julho dos 5 anos pré-pandemia | jul.-23 | jul.-22 | Varição homóloga (%; p. p.) |
|--|---|---------|---------|-----------------------------|
| Emprego (INE) | 4.570 | 4.933 | 4.882 | 1,0 |
| Desemprego (INE) | 469 | 330 | 310 | 6,4 |
| Taxa desemprego (%) | 9,4 | 6,3 | 6,0 | 0,3 |
| Desemprego registado | 415 | 284 | 277 | 2,5 |
| Ofertas de emprego (milhares de ofertas) | 21,0 | 16,6 | 21,4 | -22,7 |
| Emprego registado na Seg. Social | 3.378 | 4.136 | 3.993 | 3,6 |
| Layoff (número de indivíduos) | 609 | 4.031 | 2.981 | 35,2 |
| Prestações subsídio desemprego | 206 | 168 | 160 | 4,9 |
| Despedimentos coletivos* | 2,1 | 1,9 | 1,5 | 22,6 |

Nota: * Los dados para os despedimentos coletivos dizem respeito ao acumulado no ano até junho.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, BdP, IIEFP e Segurança Social.

Portugal: execução orçamental (cont. pública)

Acumulado do ano até julho (mil milhões euros)



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

mais de 200 milhões de euros em termos homólogos, explicado pela parcela relativa a Certificados de Aforo e do Tesouro.

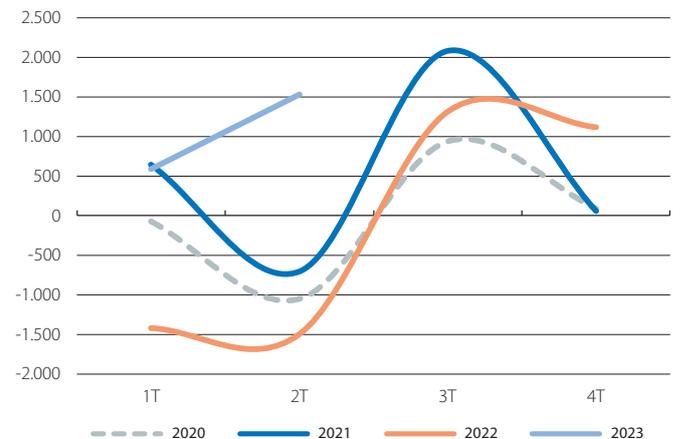
Excedente externo na primeira metade do ano. Até junho a situação é de excedente face ao exterior, num total de 2.115 milhões de euros. Valor contrastante quando comparado com mesmo período de 2022 (défice de 2.919 milhões) ou 2021 (défice de 62 milhões). Este comportamento decorre de vários fatores. Em primeiro lugar, reflete a redução expressiva do défice da balança energética em 2.067 milhões de euros, beneficiando quer da normalização dos preços da energia face aos picos observados em 2022 quer da redução das quantidades de combustíveis importadas (-9,9%). Depois, reflete a contínua melhoria do excedente da balança turística, que em junho acumulava 7.766 milhões de euros, mais 1.942 milhões do que há um ano atrás. Por fim, o aumento do excedente da balança de capital face a 2022 em 724 milhões de euros, relacionado de acordo com o Banco de Portugal, com mais recebimentos de fundos comunitários de apoio ao investimento e à maior cedência de licenças de carbono.

Imobiliário em abrandamento. Os últimos dados do mercado imobiliário residencial confluem todos para uma ideia: os preços aumentam, mas sem a exuberância de outrora e a travagem do mercado é visível na procura. De facto, o índice de preços residenciais da Confidencial Imobiliário indica que os preços das casas subiram 1,8% no 2T 2023, o menor aumento trimestral em dois anos e em tom de desaceleração (variação mensal dos preços foi em média de 0,6% no 2T face a 1,4% no 1T). Este tom é corroborado pelo valor mediano/m² da avaliação bancária que em julho incrementou mais 7 euros (a última quebra mensal foi em fevereiro), aumento este que foi acompanhado em paralelo com uma redução de -13% no número de avaliações em termos homólogos. Mantemos a nossa visão de uma aterragem suave dos preços em 2023, suportada ainda pelo dado robusto do 1T, por um mercado de trabalho forte e oferta de imóveis limitada.

A carteira de crédito ao sector privado não financeiro caiu em julho, pelo quarto mês consecutivo, 1,4% homólogo, colocando o valor mensal no nível mais baixo desde fevereiro de 2022. O destaque vai para a carteira de crédito à habitação (-0,3% homólogo), com a primeira queda homóloga desde junho 2020, graças a uma redução dos novos financiamentos (-23,9% no acumulado dos primeiros 7 meses) e amortizações antecipadas (5,653 milhões até julho, +55,7% homólogo). Um dos fatores para este menor dinamismo prende-se com o comportamento das taxas de juro: a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação aumentou para 3,88% em julho, o valor mais alto desde abril de 2009 e que teve impacto expressivo na prestação média mensal (+100 euros em julho face há um ano atrás, para 370 euros, cerca de 18% do rendimento médio mensal líquido de uma família). No caso das empresas não financeiras, a carteira caiu 3,6%, principalmente pela queda da carteira nas indústrias transformadoras, *utilities* e alojamento & restauração. De igual modo, as novas operações continuam em terreno negativo (-8,1% homólogo). Ainda assim, destacam-se dois aspetos positivos. Primeiro, ainda não há sinais de deterioração da qualidade do crédito: o crédito vencido nos vários segmentos diminuiu em termos homólogos em julho, e está próximo de níveis mínimos históricos. Segundo, o rácio empréstimos/depósitos está em níveis baixos: 115% no caso das empresas (vs 121% no mês homólogo e 450% em agosto 2002, o máximo) e de cerca de 74% no caso dos particulares (vs 71% em julho 2022 e 143% em maio 2007).

Portugal: Saldo Trimestral da Balança Corrente e de Capital

(Milhões de eur)

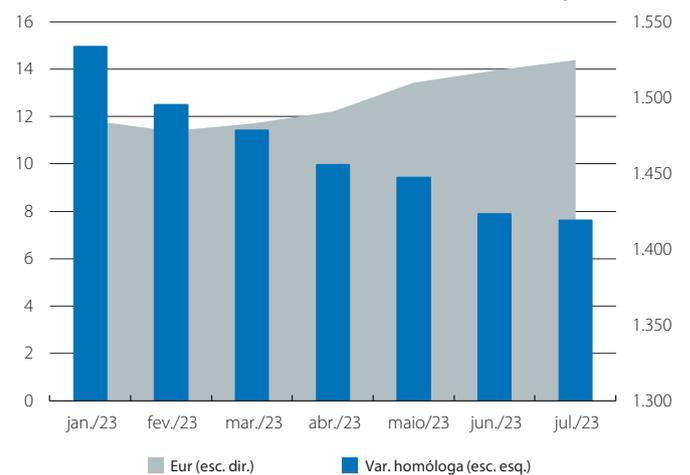


Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Avaliação bancária da habitação

Var. homóloga (%)

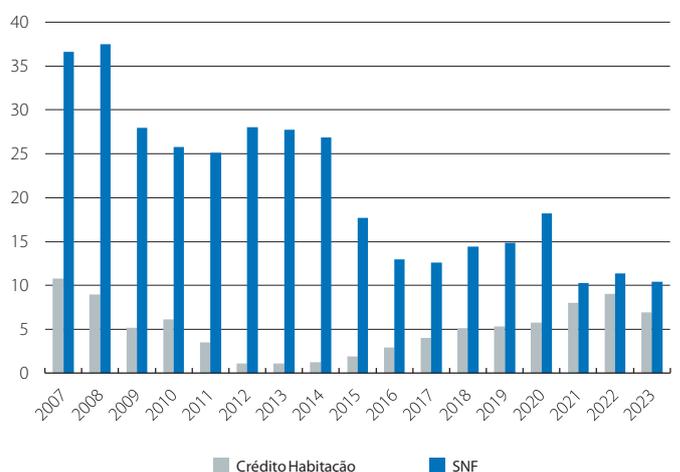
Valor mediano por m² (eur)



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

Portugal: Novas operações de crédito

Acumulado no ano até julho (Mil milhões de euros)



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

Quem são os desempregados em Portugal?

O primeiro gráfico que acompanha este artigo fala por si: o número de pessoas desempregadas está em níveis historicamente baixos (excluindo o período da pandemia que distorce os dados).¹ Com um nível tão baixo de desemprego, importa questionar: quem são os indivíduos que estão desempregados?

A probabilidade de um desempregado ser mulher é ligeiramente mais elevada do que ser homem: no primeiro semestre do ano, mais de metade dos desempregados em Portugal era do sexo feminino (52%), com a taxa de desemprego das mulheres a situar-se nos 7,0% (face a 6,4% no caso dos homens), ou seja, acima da taxa de desemprego média registada no semestre (6,7%).

Olhando para a desagregação por grupo etário, verifica-se que a larga maioria dos desempregados tem entre 25 e 54 anos (representam cerca de 62% do total de desempregados). Adicionalmente, 19,6% dos desempregados são jovens (16-24 anos) e os indivíduos mais velhos (55-74 anos) representam 18,7%. No entanto, a taxa de desemprego entre os mais jovens é substancialmente mais elevada do que nos restantes grupos etários, um comportamento representado no segundo gráfico. De facto, na primeira metade do ano, a taxa de desemprego dos mais jovens (dos 16 aos 24 anos) era de 18,4%, bastante superior à taxa de desemprego total no período (6,7%). Ou seja, o desemprego jovem era 2,8 vezes mais elevado do que o desemprego total nos primeiros seis meses do ano. Estes valores ficam acima do verificado para o conjunto dos países da Zona Euro (2,0 no 1T 2023, dados disponíveis à data da elaboração deste artigo). O que poderá justificar que a taxa de desemprego jovem seja tão elevada?

Apesar da expressiva melhoria das qualificações dos jovens nos últimos anos, é possível que continue a haver um desajustamento entre as qualificações que as empresas procuram e as competências dos jovens ou até escassez de oportunidades de trabalho para jovens mais qualificados. Ao mesmo tempo, a melhoria das qualificações poderá ter aumentado a participação de jovens mais qualificados em sectores ou atividades que antes eram desempenhadas por jovens com menos qualificações, empurrando estes para o desemprego.² Uma outra explicação

1. Durante a pandemia, com as restrições de mobilidade, o encerramento de serviços públicos de emprego e das próprias empresas, a par da necessidade de ficar em casa a cuidar de familiares, os indivíduos desempregados não puderam procurar ativamente emprego e/ou não estavam disponíveis no imediato para trabalhar, condições primordiais para se ser considerado desempregado. Assim, uma parte dos indivíduos desempregados foi considerada como população inativa. De recordar que a taxa de desemprego no 2T 2020 caiu de 6,8% para 5,7%, com a população inativa com mais de 16 anos a aumentar 5,6% em cadeia (+209.000 indivíduos, face a uma média de +8.000 indivíduos no 2T).

População desempregada em Portugal

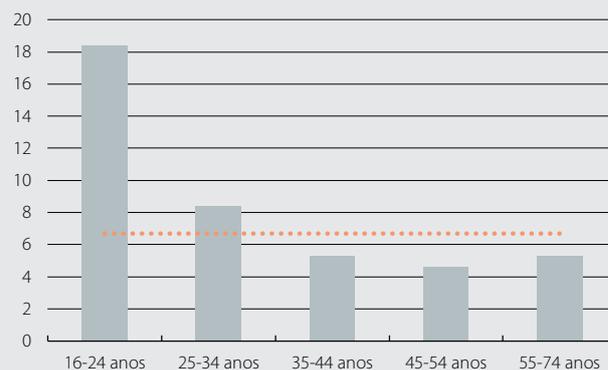
(Mil indivíduos)



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

Taxa de desemprego por grupo etário *

(%)



Nota: * Média registada no primeiro semestre de 2023. A linha a tracejado representa a taxa de desemprego total do período.

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

pode estar relacionada com a qualidade do emprego: quase 54% dos jovens trabalhadores tinham um contrato de trabalho precário no 1T (face a cerca de 48% na Zona Euro), substancialmente superior ao registado para o conjunto da população empregada (14,6%), tornando-os mais vulneráveis à conjuntura económica. De realçar que os contratos precários, para além dos impactos na vida pessoal dos jovens (por exemplo, na saída de casa dos pais),

2. Para mais informações, ver «Livro Branco: Mais e melhores empregos para os jovens 2022», da Fundação José Neves. Em 2022, a taxa de sobrequalificação era de cerca de 15%, ou seja, cerca de 15% das pessoas com o ensino superior estava a desempenhar uma atividade que não exigia um nível de escolaridade tão elevado. Esta percentagem é muito distinta entre os sectores: por exemplo, no sector do alojamento & restauração, a percentagem atinge cerca de 51%, enquanto nas atividades profissionais, científicas & técnicas a percentagem é de apenas cerca de 3%. Para mais informações sobre este tema, ver Pimenta, A. e Pereira, M.C. (2019). «Desajustamento entre escolarização e ocupações dos trabalhadores portugueses: uma análise agregada». Banco de Portugal.

têm também impacto na formação, uma vez que estes vínculos são, muitas vezes, excluídos dos planos de formação das empresas, o que, em caso de desemprego, pode dificultar a sua reinserção no mercado de trabalho.³ Por fim, a falta de experiência profissional dos indivíduos mais jovens pode também ser uma explicação.

No que diz respeito ao nível de escolaridade, a maior parte dos desempregados tem o ensino secundário e pós-secundário concluído (representavam mais de 38% dos desempregados no primeiro semestre), com a taxa de desemprego a atingir os 8,0% neste grupo, acima da taxa total. Este contexto pode ser explicado pelo já mencionado *mismatch* entre as competências procuradas pelas empresas e as adquiridas pelos indivíduos ou também a escassez de trabalho para indivíduos mais qualificados, isto num contexto em que, por exemplo, cerca de 14% das vagas de emprego por preencher se encontram no sector das atividades administrativas & serviços de apoio, um sector tipicamente associado a tarefas de menor exigência educativa.⁴

Ao mesmo tempo, a larga maioria dos desempregados em Portugal (61%) está desempregada há menos de 12 meses, mas o peso do desemprego de muito longa duração (mais de 24 meses) é muito expressivo (25%). Na verdade, olhando para o conjunto dos países da UE para os quais existe informação,⁵ Portugal ocupava a 6ª posição dos países com maior percentagem de desempregados de muito longa duração. Porque é revelante a duração do desemprego?

Num focus anterior, quando analisámos o aparente paradoxo que existe no mercado de trabalho em Portugal (elevado desemprego de longa duração e vagas de emprego por preencher), concluímos que o desajustamento entre as competências que as empresas procuram e as que os candidatos apresentam podia justificar esta situação, a par da erosão do capital humano que o desemprego longo gera. Outro fator que não pode ser menosprezado na explicação do elevado desemprego de longa duração prende-se com a generosidade do sistema de concessão do subsídio de desemprego.⁶

3. Ver «Livro Branco: Mais e melhores empregos para os jovens 2022», da Fundação José Neves.

4. Em 2021, 65% dos trabalhadores por conta de outrem nas atividades administrativas & serviços de apoio eram profissionais não qualificados ou semi-qualificados (de acordo com o INE, são trabalhadores que desempenham tarefas essencialmente mecânicas/manuais, com pouca complexidade e normalmente repetitivas), de acordo com os quadros de pessoal (2021).

5. À data da elaboração deste artigo, não existiam dados para Dinamarca, Estónia, Malta e Roménia.

6. A taxa líquida de substituição no desemprego, ou seja, a proporção de rendimento líquido que se mantém após x meses de desemprego, era de 75% ao fim de 24 meses de desemprego em Portugal, em 2022, o que compara com 21% no conjunto dos países da OCDE. Para mais informações, ver Focus «Elevado desemprego de longa duração e vagas de emprego em máximos: que paradoxo é este no mercado de trabalho?», no IM 01/2023.

Ainda que não tenha um peso muito assinalável, o número de estrangeiros sem emprego tem vindo a aumentar em Portugal. No 1T 2023, eram 40.000, o equivalente a cerca de 11% do desemprego total (cerca de 4% no 1T 2022). Assim, no 1T, a taxa de desemprego dos estrangeiros era de 13,5%, quase o dobro da taxa de desemprego registada para o conjunto da população. Com estes dados, Portugal regista a quarta taxa mais elevada no conjunto dos países da UE para os quais existe informação. Este dado é particularmente importante pela maior vulnerabilidade dos estrangeiros em períodos de fraca atividade económica.⁷

Por fim, resta analisar qual o último sector onde a pessoa desempregada esteve a exercer a sua atividade. De acordo com os dados mensais do desemprego registado nos centros de emprego, o principal sector gerador de desemprego tem sido o das atividades imobiliárias, administrativas & serviços de apoio, de onde eram provenientes cerca de 33% dos desempregados em julho. Segue-se o sector do comércio e alojamento & restauração, com 10,1% e 8,7%, respetivamente.

Em conclusão, a caracterização dos desempregados é importante para desenhar políticas públicas direcionadas, de forma a facilitar a sua reintegração no mercado de trabalho. Sabemos que uma situação de desemprego afeta vários domínios na vida dos indivíduos, incluindo a própria saúde, com impacto na sua integração no contexto laboral, no dia-a-dia e qualidade de vida, e até na atividade económica do país.⁸

Vânia Patrícia Duarte

7. Cabral, S. e Duarte, C. (2011). «Os imigrantes no mercado de trabalho português». Banco de Portugal (Boletim Económico).

8. Num estudo sobre o desemprego nos indivíduos do sector da construção em Espanha, os autores concluíram que o desemprego de longa duração é uma causa para o aparecimento de problemas mentais e que o impacto pode ser de tal forma significativo que pode atrasar a recuperação económica do país. Este artigo revela que a percentagem de diagnósticos de depressão crónica, ansiedade ou perturbação mental, incapacidade de tomar decisões, entre outros, é mais elevada nos desempregados, nalguns casos com diferenças substanciais (por exemplo, quase 17% dos desempregados considerava que não estava a desempenhar um papel útil na vida vs pouco mais de 4% no caso dos empregados). Ver Farré, L. et al. (2021). «O desemprego prejudica a saúde mental?».

Nas exportações de serviços há mais do que turismo...

As exportações têm um papel importante na economia portuguesa, representando quase 50% do PIB. Nos primeiros cinco meses de 2023, as exportações de serviços têm-se destacado, explicando 60% do crescimento das exportações totais. O turismo continua a ter um peso significativo, mas a exportação de serviços não turísticos tem vindo a ganhar relevância, representando 8% do PIB e 45% do total das exportações de serviços em 2023, mais 2 e 3 pontos percentuais do que em 2019, respetivamente.

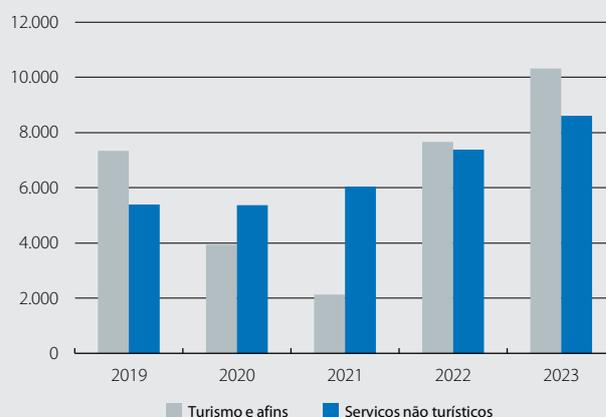
Nos primeiros cinco meses de 2023, as exportações de serviços atingiram os 18.898 milhões de euros, mais 48,5% do que era exportado em 2019, com os serviços não turísticos a crescerem 60%. Destes destacam-se, pelo seu peso nas exportações de serviços, os transportes excluindo passageiros (25% do total das exportações de serviços não turísticos), os serviços técnicos prestados por empresas (18%), os informáticos (17%), os de consultoria jurídica, contabilidade e gestão (6%) e os de arquitetura e engenharia (5%). No caso dos primeiros, o crescimento médio anual entre 2019 e 2023 foi de 10,2%, superior aos 7,2% observados nos cinco anos anteriores à pandemia e, no caso dos serviços TIC, o crescimento médio anual foi de 19%, superando a média anual de 13% registada entre 2015 e 2019. Embora com peso reduzido no total das exportações de serviços não turísticos, as exportações de serviços de investigação e desenvolvimento e de serviços relacionados com o comércio também têm mostrado forte dinamismo, avançando, em termos médios anuais 30% desde 2019 no primeiro caso e cerca de 15% no segundo caso.

O bom comportamento das exportações de serviços é também evidente em termos reais. Quando deflacionamos os valores destas exportações pelo deflator das exportações de serviços, estimamos que, em termos reais, estas tenham atingido os 18 mil milhões de euros nos primeiros cinco meses do ano, dos quais cerca de 10 mil milhões relacionados com serviços turísticos e 8 mil milhões relativos a serviços não turísticos. Também nesta ótica se destaca o crescimento mais forte das vendas de serviços não turísticos, que, em 2023, se situam 55% acima do nível de 2019.

Apesar do foco na comercialização de serviços não turísticos, não podemos deixar de referir que o turismo é uma componente fundamental para o equilíbrio das contas externas portuguesas, apresentando resultados muito positivos. Em termos nominais, as exportações de serviços turísticos ascendiam a 10.300 milhões de euros, mais 40% do que no mesmo período de 2019. Destes, 2.014 milhões de euros são gerados pela venda de serviços de transporte aéreo de passageiros, também um crescimento notável face a 2019 (mais 34%).

Exportações de serviços

(Ytd maio, milhões de euros)



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

Crescimento médio anual das exportações de serviços não turísticos

(% CAGR)



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

Valores reais em milhões de euros

(Acumulado até maio)

| | 2019 | 2022 | 2023 | Crescimento médio anual |
|--|--------|--------|--------|-------------------------|
| Total | 12.452 | 13.473 | 17.916 | 9,5 |
| Turismo, incluindo transporte de passageiros | 7.185 | 6.852 | 9.768 | 8,0 |
| Serviços não turísticos | 5.267 | 6.620 | 8.147 | 11,5 |
| TICs | 820 | 1.500 | 1.663 | 19,3 |

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

Segundo dados da OCDE, as exportações mundiais de serviços de turismo, incluindo transportes, representam 30% do total das exportações mundiais, praticamente metade do peso que o setor tem em Portugal e também muito abaixo do peso do setor entre os principais concorrentes de Portugal. Todavia, é de relevar que Portugal tem uma

Crescimento médio anual 2005-2021

Peso no total das exportações de serviços

| | Serviços | Turismo | Não turismo | TIC | Turismo | | Não turismo | | TIC | |
|---|------------|------------|-------------|-------------|--------------|-----------|-------------|-----------|----------|-----------|
| | | | | | 2005 | 2021 | 2005 | 2021 | 2005 | 2021 |
| | | | | | Mundo | | | | | |
| Importações | 5,0 | -0,3 | 6,8 | 9,1 | 51 | 35 | 49 | 65 | 5 | 9 |
| Exportações | 5,4 | 2,3 | 7,4 | 10,8 | 48 | 29 | 52 | 71 | 7 | 15 |
| Exportações dos principais concorrentes de Portugal no turismo | | | | | | | | | | |
| Turquia | 5,1 | 4,8 | 6,9 | 12,1 | 87 | 83 | 13 | 17 | 1 | 4 |
| Portugal | 4,9 | 3,6 | 7,3 | 11,9 | 71 | 58 | 29 | 42 | 4 | 12 |
| Croácia | 4,0 | 3,2 | 6,4 | 9,1 | 80 | 71 | 20 | 29 | 4 | 8 |
| Marrocos | 3,3 | 0,7 | 6,2 | 10,3 | 64 | 43 | 36 | 57 | 4 | 13 |
| Egipto | 2,5 | 2,6 | 2,4 | 10,3 | 79 | 80 | 21 | 20 | 3 | 6 |
| Espanha | 1,6 | -1,3 | 5,6 | 8,4 | 70 | 44 | 30 | 56 | 4 | 12 |
| Grécia | 1,3 | 0,8 | 4,6 | 6,6 | 90 | 83 | 10 | 17 | 2 | 3 |
| Tunísia | -1,7 | -3,4 | 3,5 | 10,0 | 85 | 64 | 15 | 36 | 2 | 10 |

Fonte: Banco BPI com base em dados da OCDE (BaTIS - Balanced Trade in Services Datatset).

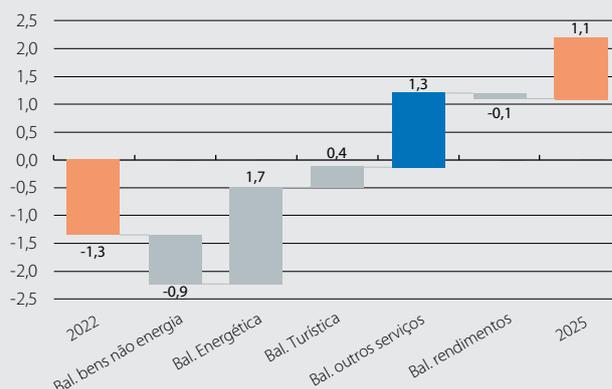
menor exposição/dependência que outras economias principais concorrentes: em 2021, o turismo representou 58% das exportações de serviços, acima de Espanha (44%) mas francamente inferior à Grécia (83%), Croácia (71%) ou Turquia (83%). Simultaneamente, é evidente o incremento da importância das exportações de serviços não turísticos em todos os países, sugerindo que a sua venda tem vindo a tornar-se mais simples, muito provavelmente beneficiando do contributo da digitalização para a redução dos custos de comercialização.

Tendo por base as estatísticas do Banco de Portugal para a balança corrente, verifica-se que até maio, as exportações de serviços cresceram cerca de 26% face ao mesmo período de 2022, bastante acima do crescimento de 5,5% observado nas vendas de bens ao exterior. O turismo surge indubitavelmente como o principal contribuidor para o avanço destas exportações, tendo crescido nos primeiros cinco meses do ano 33%; no mesmo período, as vendas de outros serviços ao exterior também tiveram um comportamento muito dinâmico, avançando 20%. Em ambos os casos, o ritmo de crescimento foi muito superior à média anual registada entre 2015 e 2022 (9,5% no turismo e 8% nos restantes serviços). No caso dos serviços não turísticos, antecipa-se que, continuando a beneficiar da redução de barreiras comerciais facilitada pelo processo de digitalização da sociedade, continuarão a dar um bom contributo para o retorno do saldo da balança corrente a terreno positivo. Estimamos que entre 2022 e 2025, a balança de serviços excluindo viagens e turismo melhore 1,3 pontos percentuais do PIB, passando de 2,5% do PIB para 3,8%.

Teresa Gil Pinheiro

Balança corrente: contributos

% do PIB, p. p.



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

Setor imobiliário português: abrandamento «ma non troppo»

O mercado imobiliário português começou a abrandar na segunda metade de 2022, na sequência da alteração da política monetária. À data que escrevemos, apesar do BCE já ter aumentado as taxas de referência em 400 pontos base, o ritmo de abrandamento é mais suave do que o previsto, pelo menos ao nível dos preços das habitações. Neste sentido, em julho, a nossa previsão para a valorização média dos preços das casas em 2023 foi revista em alta. No entanto em relação aos próximos trimestres continuamos a esperar um abrandamento acentuado do mercado imobiliário português.

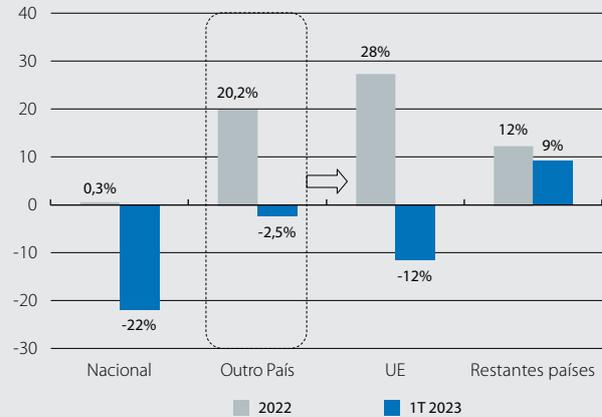
Diminuição das vendas mais acentuada nos últimos dados

Até ao final do 1T 2023, as transações caíram 9% em termos médios anuais, para 158,8 mil (valor acumulado dos últimos 4 trimestres). Esta descida foi essencialmente explicada pelo segmento de habitação usada (-10,9%), enquanto que habitação nova registou um incremento residual (+0,1%). Apesar da queda face aos valores record de 2022 (167,9 mil), as transações ainda são superiores em 3% ao número registado em 2019 (154,8 mil). O caso muda de figura quando olhamos em exclusivo para o dado do 1T 2023: as vendas de casas durante esse período (34,4 mil) foram -20,8% face ao período homólogo de 2022 e aqui a quebra foi comum quer aos imóveis usados quer aos novos (-23,4% e -8,3%, respetivamente). De facto, é preciso recuar a um período fortemente condicionado pelo evento da pandemia (2T 2020) para encontramos um valor trimestral de vendas inferior ao do primeiro trimestre deste ano: 26,3 mil.

Por domicílio fiscal do comprador, as compras por pessoas com domicílio fiscal fora do país (essencialmente estrangeiros), estão a resistir consideravelmente melhor do que as compras de pessoas com domicílio fiscal em território nacional (essencialmente portugueses). Mais concretamente, o número de compras por estrangeiros diminui apenas 2,5% em termos homólogos no 1T 2023, em comparação com -22% para as compras de habitação por portugueses. Refira-se que este desempenho resiliente das vendas a estrangeiros acontece mesmo após o forte crescimento em 2022 (20,2%) e após o aumento de restrições de acesso aos vistos gold através da compra de imóveis de habitação. Inclusivamente, dentro das aquisições por estrangeiros, as que foram feitas por cidadãos fora da UE continuaram a aumentar no 1T 2023 (+9% homólogo). Apesar deste comportamento, as aquisições de casa por pessoas com domicílio fiscal fora de Portugal representa apenas 7,2% do total das transações (ou seja, 2.492 no 1T 2023).

Portugal: compra de casa por domicílio fiscal do comprador

Var. homóloga (%)



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

Venda versus Oferta de casas e Surplus



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial Imobiliário.

Oferta de habitação escassa

A oferta de habitação continua a ser limitada no sentido de satisfazer as necessidades de habitação, tendo em conta a evolução demográfica. O número de novas licenças de construção para habitação familiar em 2022 ascendeu a 15.207, muito inferior à criação líquida de agregados familiares no pós-pandemia (em média 34 mil/ano, o que compara com 17 mil/ano nos cinco anos anteriores à pandemia). Este dinamismo na formação de agregados familiares reflete também fluxos migratórios assinaláveis, com saldos migratórios positivos a partir de 2017. De facto, a população estrangeira residente em Portugal aumentou em 2022 pelo sétimo ano consecutivo ascendendo a 757 mil pessoas e mais 58.365 comparativamente a 2021, e globalmente, o saldo migratório em 2022 foi positivo em 86,9 mil pessoas. Outra forma de olharmos a esta limita-

ção da oferta é através da relação entre casas vendidas e casas em oferta a cada momento do tempo (segundo gráfico, que inclui quer casas novas quer usadas). O *surplus* de casas, refere-se à diferença entre as casas em oferta e as casas vendidas: quando menor este *surplus*, menor a disponibilidade de escolha de casas por parte de quem pretende comprar e assim maior tendência para pressionar em alta os preços dos imóveis. Como podemos verificar, este *surplus* apresenta tendência claramente decrescente e que se intensifica a partir de 2015. Outra condicionante do lado da oferta são os custos de construção residencial. Ainda em 2021 começou a assistir-se a um aumento de preços dos materiais que se acentuou em 2022 no contexto da guerra da Ucrânia.¹ Custos de construção mais elevados provocam tendência para reprimir a oferta e orientá-la também para segmentos mais caros. Em 2023 assistimos já a uma moderação gradual dos custos de construção, mas ainda assim nos últimos 12 meses até maio o aumento de custos foi de 9,6%.

Preços das casas resistem mesmo em contexto desafiante

Em 2023 assistimos, a uma desaceleração do ritmo de aumento dos preços. No índice do INE (terceiro gráfico), o ritmo de crescimento homólogo era superior a 10% há seis trimestres consecutivos e abrandou para 8,7% no 1T 2023. Numa perspetiva mais regional verificamos que a AM Lisboa e o Algarve foram onde o valor mediano das vendas mais aumentou no 1T 2023 face ao final de 2022 (+5,5% e +7,1%, respetivamente). A isto não será alheio serem regiões onde o peso dos estrangeiros nas compras é maior.² Já no índice elaborado pela Confidencial Imobiliário (em relação ao qual temos dados mensais), é bem visível o abrandamento no crescimento dos preços que é mais marcado já no segundo trimestre do ano. Aliás, neste índice os preços de venda da habitação aumentaram 1,8% no 2T 2023 face ao trimestre anterior, registando a menor variação trimestral em dois anos. É necessário recuar ao 1T 2021 para encontrar uma variação em cadeia menos robusta.

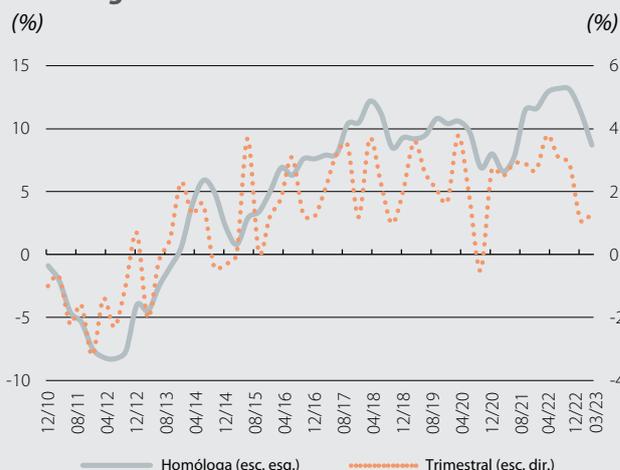
Atualização das previsões para o IPH

Existe um desfasamento temporal entre a ação da política monetária e o seu impacto na economia. No caso do mercado imobiliário esse impacto acontece em duas frentes. Por um lado, o custo mais alto de financiamento desmobiliza uma fatia de potenciais compradores com menor capacidade financeira para aceder a crédito e canaliza uma parte dos restantes para uma habitação necessaria-

1. Em 2022, em termos médios, o custo de construção aumentou 12,2% (16,7% nos materiais e 6,3% na mão-de-obra).

2. A variação do valor mediano das vendas por metro quadrado no país entre o 4T 2022 e 1T 2023 foi de 4,3%.

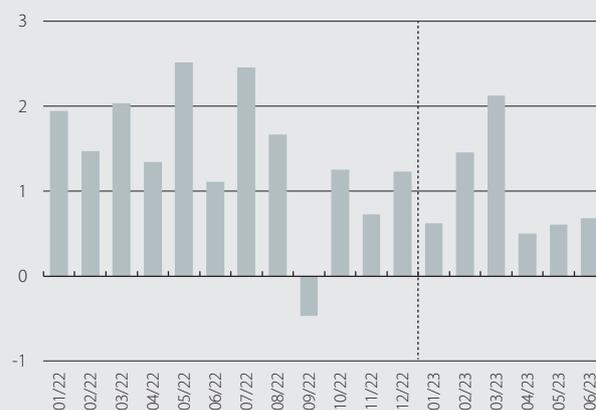
Índice de Preços da Habitação: variação homóloga e trimestral



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

Índice de preços residenciais

Var. mensal (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial Imobiliário.

mente mais barata. Por outro, a atualização dos indexantes nos empréstimos «vivos» a taxa variável é gradual ao longo do tempo, e portanto, o esforço sentido pelos mutuários (e uma eventual decisão de venda da habitação) também é progressivo. Consideramos que o segundo semestre do ano será importante para perceber o reflexo do aumento dos juros neste mercado.

Apesar disto, revimos, em julho, a nossa previsão para a valorização média das casas em 2023 para 4%.³ Nesta revisão tivemos em conta o dado forte de variação em cadeia ocorrida no primeiro trimestre: +1,3%. A resiliência da procura, a escassez de oferta de casas novas e os elevados custos de construção vão de certa forma continuar a apoiar o preço da habitação, mesmo com o forte aumento das taxas de juro. Junte-se a isto um mercado laboral com baixo desemprego que serve como rede de segurança aos

3. A nossa previsão é feita para o índice do INE, o IPH (Índice de Preços da Habitação).

créditos à habitação, limitando os incumprimentos, as vendas forçadas e os ajustes em baixa aos preços.

Para 2024 a nossa perspetiva não é tão otimista: antevemos uma descida de preços de 2,1%. Um dos principais suportes à nossa visão tem a ver com o forte arrefecimento da procura. Este ano antevemos que o número de vendas seja inferior às ocorridas em 2022 em mais de 20% e que este nível de transações mais baixo se prolongue por 2024. Quedas da procura na casa dos dois dígitos e de forma prolongada no tempo são compatíveis com ajustes no preço, como observamos em outros mercados de países desenvolvidos.⁴

As particularidades do nosso mercado, que já especificámos neste artigo, fazem-nos acreditar num ajustamento mais moderado. Assim, consideramos improvável uma correção acentuada como ocorreu no período 2011-2013, altura de assistência financeira ao país e em que o endividamento das famílias era maior.

Tiago Belejo Correia

4. Ver a parte I e II do artigo «Mercados imobiliários em economias avançadas face ao aperto da política monetária» na *Informação Mensal* de Abril de 2023.

Indicadores de atividade e emprego

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente para a atividade | 3,4 | 5,8 | 5,2 | 4,4 | 4,5 | 5,0 | 5,2 | ... | ... |
| Indústria | | | | | | | | | |
| Índice de produção industrial | 4,5 | 0,4 | 1,8 | -0,3 | 1,0 | -5,2 | -3,7 | ... | ... |
| Indicador de confiança na indústria (valor) | -5,3 | -3,4 | -4,8 | -6,3 | -5,0 | -5,6 | -7,7 | -8,9 | -9,6 |
| Construção | | | | | | | | | |
| Licenças de construção - habitação nova (número fogos) | 13,5 | 6,2 | -3,2 | 13,5 | 8,7 | -70,4 | 0,7 | ... | ... |
| Compra e venda de habitações | 20,5 | 1,3 | -2,8 | -16,0 | -20,8 | ... | - | - | - |
| Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária) | 8,6 | 13,8 | 15,8 | 13,6 | 12,9 | 9,1 | 7,9 | 7,6 | ... |
| Serviços | | | | | | | | | |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses) | 51,5 | 158,9 | 244,8 | 158,9 | 117,2 | 52,6 | 52,6 | 38,5 | ... |
| Indicador de confiança nos serviços (valor) | 0,1 | 15,1 | 16,9 | 9,9 | 11,1 | 13,4 | 11,7 | 8,2 | 6,3 |
| Consumo | | | | | | | | | |
| Vendas no comércio a retalho | 4,9 | 4,8 | 3,3 | 0,0 | 1,7 | 3,0 | 3,8 | 3,4 | ... |
| Indicador coincidente do consumo privado | 4,9 | 4,1 | 2,9 | 2,2 | 3,0 | 4,4 | 4,9 | ... | ... |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor) | -17,2 | -29,7 | -31,8 | -37,0 | -35,1 | -29,4 | -26,8 | -23,7 | -21,9 |
| Mercado de trabalho | | | | | | | | | |
| População empregada | 2,8 | 2,0 | 1,1 | 0,5 | 0,5 | 1,6 | 1,3 | 1,0 | ... |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa) | 6,6 | 6,0 | 5,8 | 6,5 | 7,2 | 6,1 | 6,3 | 6,3 | ... |
| PIB | 5,5 | 6,7 | 4,8 | 3,2 | 2,5 | 2,3 | - | - | - |

Preços

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global | 1,3 | 7,8 | 9,1 | 9,9 | 8,0 | 4,4 | 3,4 | 3,1 | 3,7 |
| Inflação subjacente | 0,8 | 5,6 | 6,5 | 7,2 | 7,1 | 5,7 | 5,3 | 4,7 | 4,5 |

Setor externo

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Comércio de bens | | | | | | | | | |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 18,3 | 23,2 | 23,0 | 23,2 | 21,6 | 11,7 | 11,7 | ... | ... |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 22,0 | 31,7 | 35,5 | 31,7 | 24,4 | 12,6 | 12,6 | ... | ... |
| Saldo corrente | -1,6 | -2,8 | -3,8 | -2,8 | -1,2 | 1,5 | 1,5 | ... | ... |
| Bens e serviços | -5,5 | -4,7 | -5,0 | -4,7 | -2,8 | -0,3 | -0,3 | ... | ... |
| Rendimentos primários e secundários | 3,9 | 1,9 | 1,3 | 1,9 | 1,6 | 1,9 | 1,9 | ... | ... |
| Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento | 2,1 | -0,5 | -1,5 | -0,5 | 1,5 | 4,5 | 4,5 | ... | ... |

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 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Depósitos¹ | | | | | | | | | |
| Depósitos das famílias e empresas | 9,3 | 6,4 | 7,8 | 6,4 | 0,5 | -2,1 | -2,1 | -2,3 | ... |
| À vista e poupança | 16,3 | 7,3 | 11,2 | 7,3 | -3,1 | -9,0 | -9,0 | -9,6 | ... |
| A prazo e com pré-aviso | 1,2 | 5,2 | 3,3 | 5,2 | 5,4 | 7,5 | 7,5 | 8,0 | ... |
| Depósitos das Adm. Públicas | -4,1 | 12,4 | -0,1 | 12,4 | 11,1 | 1,4 | 1,4 | 6,5 | ... |
| TOTAL | 9,0 | 6,5 | 7,5 | 6,5 | 0,8 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | ... |
| Saldo vivo de crédito¹ | | | | | | | | | |
| Setor privado | 2,9 | 1,8 | 2,3 | 1,8 | 0,0 | -1,2 | -1,2 | -1,4 | ... |
| Empresas não financeiras | 2,2 | -0,4 | 0,1 | -0,4 | -2,1 | -3,6 | -3,6 | -3,6 | ... |
| Famílias - habitações | 3,3 | 3,2 | 3,8 | 3,2 | 1,5 | 0,1 | 0,1 | -0,3 | ... |
| Famílias - outros fins | 3,0 | 2,9 | 3,3 | 2,9 | 0,0 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | ... |
| Administrações Públicas | 3,8 | -2,7 | -1,5 | -2,7 | -2,0 | 0,6 | 0,6 | -3,0 | ... |
| TOTAL | 2,9 | 1,7 | 2,2 | 1,7 | -0,1 | -1,2 | -1,2 | -1,5 | ... |
| Taxa de incumprimento (%)² | 3,7 | 3,0 | 3,2 | 3,0 | 3,1 | ... | - | - | - |

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.

Resiliência da economia espanhola no primeiro semestre de 2023, mas desafios para o segundo

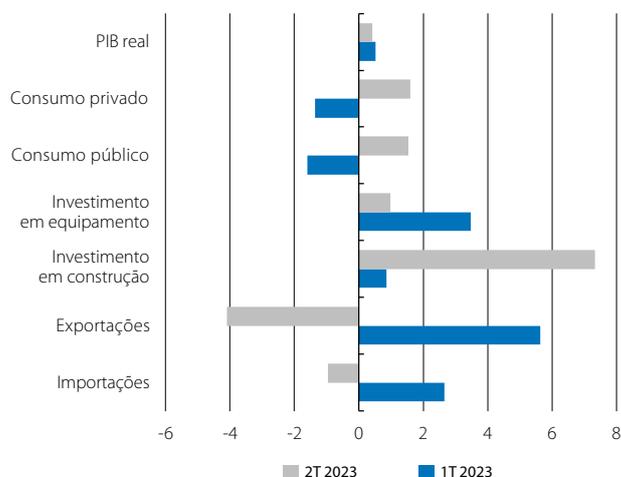
A previsão de crescimento da economia espanhola em 2023 foi revista em alta, com base na força da economia durante o primeiro semestre do ano. O PIB atingiu um ritmo de crescimento notável no 1S, com taxas de crescimento trimestrais de 0,5% e 0,4% no 1T e 2T, respetivamente. Em contraste, os primeiros indicadores disponíveis para o 3T, mostram o ritmo de crescimento a abrandar. Tal abrandamento corresponde a um ambiente em que o crescimento dos nossos principais parceiros comerciais está a abrandar, o sector do turismo tem moderado o seu ritmo de crescimento, visto que já recuperou os seus níveis de atividade pré-pandémicos, e devido ao impacto do endurecimento da política monetária. Globalmente, o impacto dos bons dados do primeiro semestre domina sobre o abrandamento que projetamos para o segundo semestre e leva-nos a rever em alta a previsão de crescimento do PIB para o conjunto de 2023 em 0,3 p.p. para 2,3%, embora não excluamos a possibilidade de rever em baixa esta previsão nos próximos meses se os indicadores continuarem a deteriorar-se.

O crescimento do PIB no 2T foi impulsionado pela procura interna. No 2T 2023, o PIB cresceu 0,4% em termos trimestrais (1,8% em termos anuais) graças ao bom desempenho da procura interna, visto que o consumo privado quebrou a tendência de contração e avançou uns notáveis 1,6% em termos trimestrais, impulsionado pela moderação das taxas de inflação. O investimento também registou um aumento notável de 4,6%, graças aos avanços no investimento em bens de capital (1,0% em termos trimestrais) e, sobretudo, na construção (7,3%). Na vertente externa, as exportações caíram mais acentuadamente do que as importações (-4,1% e -1,0% em termos trimestrais, respetivamente). O ajustamento das exportações resultou de uma forte contração das exportações de bens (-5,9%), enquanto as exportações de serviços turísticos cresceram 1,5%. Deste modo, em termos trimestrais, a procura interna contribuiu com 1,8 p.p. para o crescimento do PIB, enquanto a procura externa subtraiu 1,4 p.p.

Os primeiros indicadores disponíveis para o 3T apontam para um abrandamento do crescimento. Em agosto, o PMI para o sector da indústria transformadora deteriorou-se acentuadamente, devido a uma contração das encomendas em carteira, e situou-se em 46,5, 1,3 pontos abaixo da leitura de julho e muito abaixo do limiar de crescimento (50 pontos). Este valor sugere que o ritmo de contração da atividade industrial acelerou em relação aos meses anteriores. O PMI para o sector dos serviços também caiu significativamente, em 3,5 pontos, para 49,3, também em zona de contração da atividade. De igual modo, em agosto, as inscrições na Segurança Social, em termos corrigidos de sazonalidade, aumentaram cerca de 18 mil, um ritmo mais lento do que o crescimento médio mensal de cerca de 52 mil no 2T. Segundo os dados de julho e agosto, as inscrições na Segurança Social cresceram a uma taxa de 0,1% em relação à média do 2T, o que compara com um aumento trimestral de 1,4% no 2T.

Espanha: PIB e componentes da procura

Varição Trimestral (%)



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

Espanha: PMI

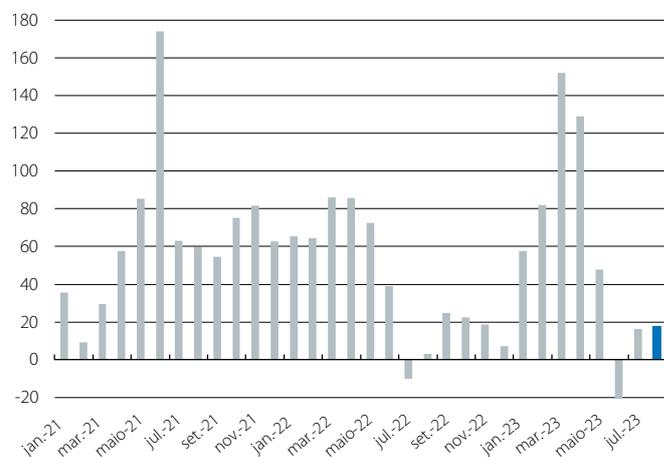
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Varição mensal (milhares) *



Nota: * Dados ajustados sazonalmente.

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

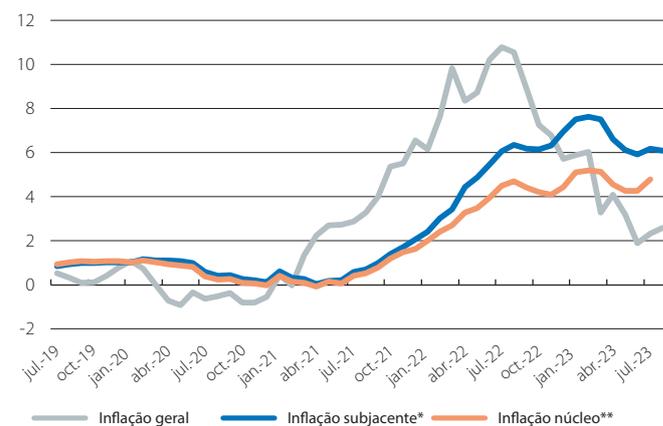
O mercado de trabalho espanhol registou excelentes resultados no 2T. A EPA indica que, no 2T de 2023, o emprego registou um aumento de 604.000 postos de trabalho, o maior aumento trimestral da série e muito superior ao habitual nesse trimestre (+377.000 em média em 2014-2019). Numa base corrigida de sazonalidade, o emprego cresceu 1,4% em termos trimestrais (1,2% no 1T), a taxa mais elevada desde o 3T 2021, quando terminou o estado de emergência de pandemia da COVID-19. O desemprego também desceu de 13,3% para 11,6%, o nível mais baixo desde 2008.

A inflação em Espanha aumenta em agosto devido ao aumento dos preços dos combustíveis. Segundo a estimativa provisória do INE, a inflação global subiu em agosto para 2,6% (2,3% em julho), enquanto a inflação subjacente (que exclui os produtos energéticos e os produtos alimentares não transformados) abrandou para 6,1% (6,2% em julho). O INE não publicou uma repartição por componente, mas observou que o aumento da inflação global foi principalmente impulsionado pelo aumento dos preços dos combustíveis. No mês de julho, mês para o qual está disponível a repartição por componentes, a inflação global situou-se em 2,3% (1,9% em junho). O aumento deveu-se a vários fatores. Em primeiro lugar, o aumento dos preços dos combustíveis, 1,7% em termos mensais, em comparação com os -2,1% observados um ano antes. Seguidamente, a inflação subjacente recuperou para 4,8% (4,3% em junho), impulsionada por uma descida mensal menor dos preços do vestuário e do calçado do que em julho de 2022 e por um aumento maior das férias organizadas do que há um ano. Depois, os produtos alimentares não transformados registaram uma forte recuperação, passando de 6,3% para 8,9%. É também de salientar que, no segundo semestre de 2023, os efeitos de base, que na primeira metade do ano contribuíram substancialmente para a descida da inflação, serão muito mais ténues ou até jogarão ligeiramente contra.

O saldo da balança corrente manteve uma boa tendência no primeiro semestre do ano e registou um excedente de 18.981 milhões de euros, um valor que contrasta com o défice acumulado nos primeiros seis meses de 2022 (-2.021 milhões de euros). Por um lado, o sector do turismo apresentou dados muito positivos, com um excedente de 27.426 milhões, um máximo histórico para o primeiro semestre do ano. Em contrapartida, o défice comercial moderou-se para 16,42 mil milhões (-31.963 milhões há um ano), graças à redução do défice energético para 16.705 milhões, contra 25.896 milhões no mesmo período de 2022, e à melhoria da balança dos bens não energéticos, que registou um excedente de 285 milhões, contra um défice de 6.069 milhões no ano passado.

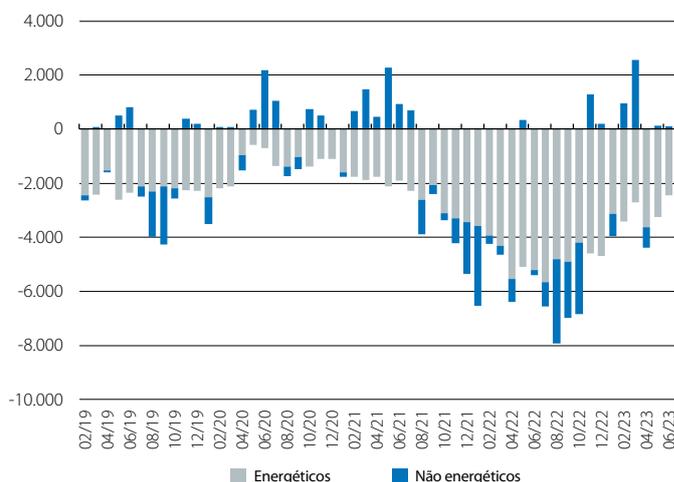
O crescimento das receitas fiscais regista um ritmo notável, mas mais lento do que em 2022. A receita fiscal consolidada (excluindo as autarquias locais) até maio cresceu 7,8% em termos homólogos, abaixo dos 12,0% registados no mesmo período de 2022. Embora os impostos diretos e as contribuições para a segurança social estejam a crescer a bom ritmo devido ao aumento do emprego, os impostos indiretos estão a abrandar devido às reduções do IVA e à moderação da inflação.

Espanha: IPC
Variação homóloga (%)



Notas: * A inflação de base exclui alimentos não processados e energia. ** A inflação subjacente exclui os produtos alimentares e a energia.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

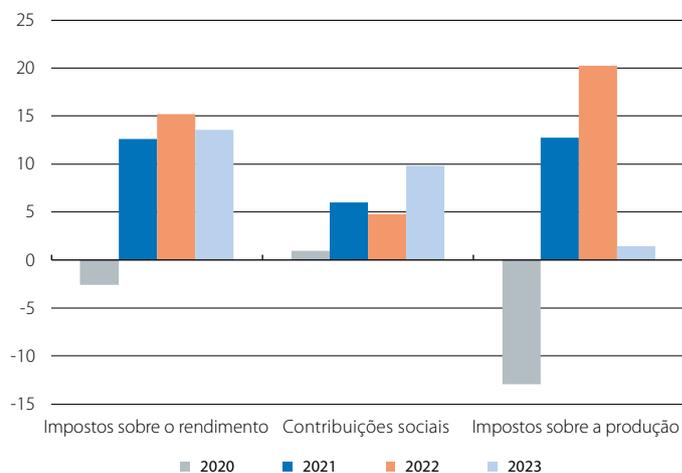
Espanha: balança comercial externa de mercadorias
Dados mensais (milhões de euros)



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

Espanha: coleta de Administrações Públicas consolidada *

Variação homóloga dos dados acumulados até maio (%)



Nota: * Excluindo as autarquias locais.
Fonte: BPI Research, com base em dados do IGAE.

A retoma da poupança e o dinamismo do rendimento disponível bruto das famílias espanholas: o que é que se passa?

No 1T 2023, registou-se uma alteração na tendência da taxa de poupança das famílias espanholas. Especificamente, depois de atingir um pico de 18,9% no primeiro trimestre de 2021¹ devido à queda do consumo face às medidas de distanciamento social implementadas durante a pandemia, assistimos a uma queda sustentada desta taxa para 7,2% no final de 2022, a par do fim das restrições e do aumento da inflação. Este percurso descendente da poupança foi interrompido no 1T 2023 e a taxa de poupança acumulada no último ano subiu para 7,5%, claramente acima da média pré-pandemia (6,7% na média 2015-2019). A taxa de poupança acumulada no primeiro trimestre foi a mais elevada nesse período desde 2004, excluindo os anos excecionais da pandemia.²

Por que razão a taxa de poupança recuperou? Como veremos, os dois principais fatores subjacentes a este valor são, por um lado, o dinamismo do rendimento disponível bruto, que é particularmente forte para alguns segmentos da população, e, por outro, a queda da inflação, cuja consequência natural foi a moderação do crescimento das despesas nominais das famílias.

Começemos pela evolução do rendimento disponível, ou seja, o rendimento após impostos das famílias espanholas. No 1T 2023, registou um crescimento homólogo notável de 10,1%, a taxa mais elevada desde o 2T 2001. Os principais fatores que impulsionam esse crescimento são: o aumento da massa salarial (+7,8% em termos homólogos), refletindo o aumento do emprego e o maior dinamismo salarial,³ as prestações sociais (+8,5% em termos homólogos, impulsionadas pela revalorização das pensões), os rendimentos do trabalho independente e os rendimentos de propriedade, graças ao aumento dos pagamentos de dividendos e de outros rendimentos de investimento. Este facto compensou o aumento dos pagamentos líquidos de juros, que ascenderam a 4.118 milhões de EUR (mais 1.755 milhões de EUR do que no 1T 2022).

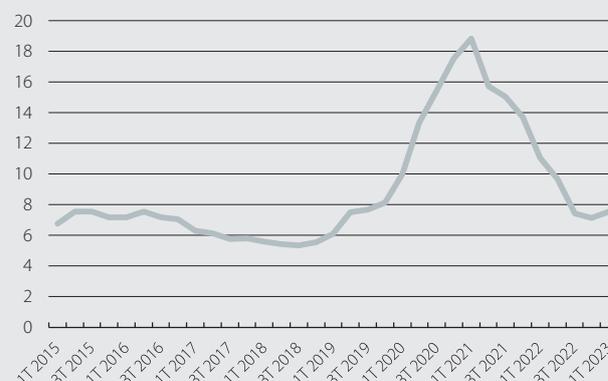
Relativamente ao rendimento disponível por agregado familiar, é de salientar que foram criados 241 mil agregados familiares em termos líquidos no último ano (+1,3% em termos homólogos), em grande parte devido aos flu-

1. Poupança em percentagem do rendimento disponível durante os quatro trimestres acumulados.

2. Caso não seja dessazonalizada, a poupança no 1T é normalmente pequena ou negativa, devido à força do consumo na época "dos Reis". No 1T 2023, a poupança bruta foi de 1,9 mil milhões de euros, muito acima do que era tradicional no 1T 2015-2019, em que foi negativa.

3. O aumento do número de trabalhadores a tempo inteiro no 1T 2023 foi de 2,6% em termos anuais, o que implicaria um aumento da remuneração por trabalhador superior a 4,0%.

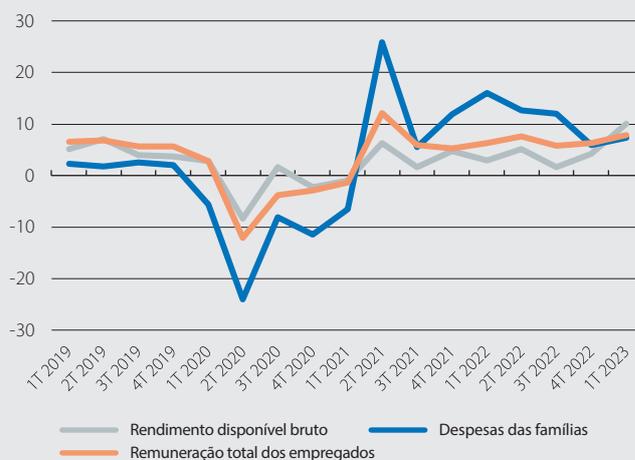
Espanha: taxa de poupança das famílias (% do rendimento disponível bruto)



Nota: Acumulado nos últimos 4 trimestres.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo das famílias

Variação homóloga (%)



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

xos migratórios. Assim, o rendimento por agregado familiar cresceu 8,7% em termos homólogos no 1T, abaixo do aumento do rendimento disponível agregado (10,1%). Analisando o crescimento do rendimento disponível por agregado familiar em termos reais, verificamos que a taxa de crescimento se situa em 3,5%.

Apesar do aumento do rendimento em termos nominais, em termos reais, o rendimento disponível das famílias nos últimos quatro trimestres está ainda 5% abaixo dos níveis anteriores à pandemia. A moderação da inflação está, no entanto, a permitir que o rendimento disponível em termos reais recupere o terreno perdido e se aproxime gradualmente dos níveis anteriores à pandemia.

Em contrapartida, as despesas de consumo das famílias têm vindo a perder força: cresceram 7,4% em termos homólogos no 1T, claramente abaixo dos 11,6% de 2022 como um todo. O abrandamento da inflação, juntamente com o aumento das taxas de juro, explicam a desaceleração do consumo. Ao mesmo tempo, as decisões das famílias podem também estar a ser influenciadas por expectativas de uma moderação da atividade económica associada a uma maior restritividade da política monetária.

Também é evidente que, embora a taxa de poupança agregada tenha aumentado, as diferenças entre as famílias são notórias. Sem surpresa, o crescimento homólogo da massa salarial (7,8% em termos homólogos) foi muito semelhante no 1T ao do consumo (7,4%). Em contrapartida, os pensionistas viram a sua pensão aumentar 8,5% homólogo e o aumento dos rendimentos líquidos da propriedade beneficiou possivelmente as famílias com rendimentos elevados e com uma menor propensão marginal para o consumo.

No conjunto do ano, esperamos que o crescimento do rendimento disponível bruto se situe em torno de 5,0%, o que deverá permitir que o consumo das famílias, em termos reais agregados, feche o ano a um nível muito semelhante ao de 2022, apesar do contexto difícil marcado pela subida das taxas de juro e por uma inflação ainda elevada.

Contas não financeiras das famílias

| | 1T 2022 (M€) | 1T 2023 (M€) | Variação (%) |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| Remuneração total dos empregados (+) | 147.026 | 158.507 | 7,8 |
| Rendimento dos trabalhadores independentes (+) | 47.886 | 52.966 | 10,6 |
| Rendimento líquido da propriedade (+) | 3.863 | 4.017 | 4,0 |
| Pagamento de juros líquidos * (-) | -2.363 | -4.118 | 74,3 |
| Outros (dividendos, outros rendimentos de investimentos... (+) | 6.226 | 8.135 | 30,7 |
| Impostos sobre o rendimento (-) | -28.909 | -32.137 | 11,2 |
| Contribuições sociais líquidas (-) | -46.939 | -50.170 | 6,9 |
| Prestações sociais (+) | 55.258 | 59.943 | 8,5 |
| Outros (+) | 5.632 | 9.221 | 96,1 |
| RNB final ** (Contas Nacionais) | 183.817 | 202.347 | 10,1 |

Notas: * Antes da afetação dos SIFIM (serviços de intermediação financeira).

** O RNB é equivalente ao rendimento nacional bruto disponível.

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

Espanha: rendimento disponível e massa salarial das famílias em termos reais *

Índice (100 = 4T 2019)



Nota: * Acumulado nos últimos 4 trimestres.

Fonte: BPI Research.

A desalavancagem das famílias e empresas continua em Espanha

Após a crise pandémica, que fez disparar o rácio dívida/PIB para níveis máximos, os rácios de dívida voltaram à sua trajetória descendente anterior à COVID. No sector privado, em especial, tanto as empresas como as famílias já têm níveis de endividamento mais baixos do que antes da pandemia e muito inferiores aos que tinham na crise financeira de 2008. Este facto, juntamente com o maior peso da dívida a taxa fixa, coloca-os numa posição menos vulnerável face à subida das taxas de juro.

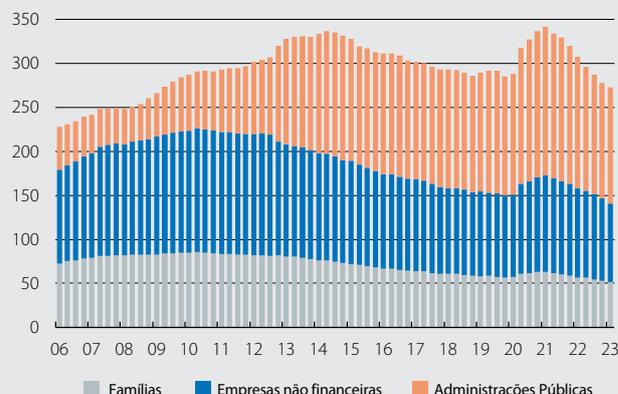
A dívida total da economia espanhola¹ aumentou no 1T 2023 em 0,6% em termos trimestrais (21,51 mil milhões de euros) para 3,71 biliões de euros, embora, face ao PIB, devido ao forte aumento do PIB nominal, tenha diminuído 5,3 pontos para 272,8%, o rácio mais baixo desde o 1T 2009. Esta diminuição do endividamento global explica-se exclusivamente pelo comportamento do sector privado não financeiro (famílias e empresas), visto que a dívida das administrações públicas² aumentou ligeiramente para 131,9% do PIB, embora se situe em torno do nível mais baixo desde 2013.

No caso das famílias e das empresas, a dívida diminuiu 28.428 milhões de euros, para um total de 1,92 biliões, o que equivale a 140,9% do PIB (146,6% no final de 2022); em termos consolidados (descontada a dívida entre empresas, visto que, em muitos casos, se trata de participações da empresa-mãe nas filiais), a dívida privada situou-se em 121,1% (125,4% anteriormente), ainda abaixo do limiar estabelecido pela Comissão Europeia no âmbito do Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos (PDM):³ é preciso recuar quase 20 anos (até ao 2T 2003) para encontrar um rácio mais baixo.

Passamos agora a uma análise um pouco mais pormenorizada dos fluxos financeiros e dos balanços das famílias e das empresas.

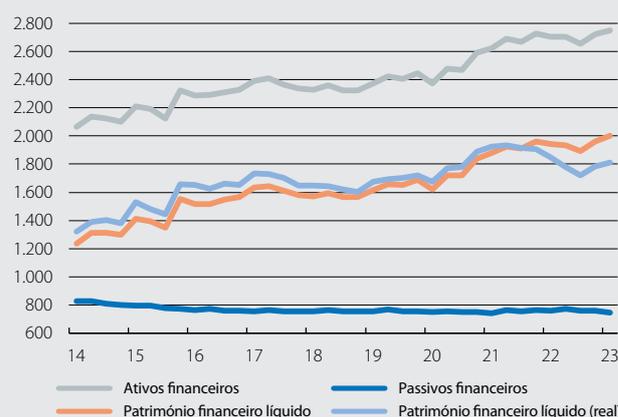
1. Dívida sob a forma de valores representativos de dívida e empréstimos. Além disso, a dívida de toda a economia não inclui as entidades financeiras, a fim de evitar uma dupla contabilização.
2. O conceito de endividamento das Administrações Públicas utilizado nas Contas Financeiras é mais amplo do que o utilizado pela Comissão Europeia no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE). Este último, que se situou em 113,0% do PIB no 1T 2023, inclui as obrigações brutas das Administrações Públicas em numerário e depósitos, títulos de dívida (medidos pelo valor nominal e não pelo valor de mercado) e empréstimos; não inclui os passivos das Administrações Públicas detidos por outras Administrações públicas, créditos comerciais e outras contas a pagar.
3. Um mecanismo de vigilância que visa prevenir e corrigir desequilíbrios macroeconómicos nos países da UE através da monitorização de 14 indicadores, que geram um sinal de alerta quando determinados limiares são ultrapassados; no caso da dívida privada consolidada, este limiar é fixado em 133% do PIB.

Espanha: dívida dos sectores não financeiros (% do PIB)



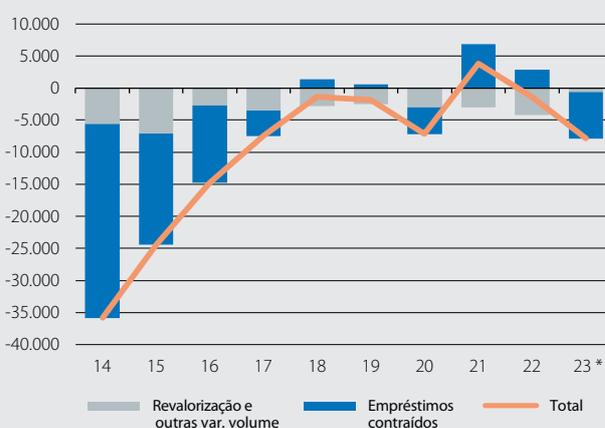
Nota: Dívida não consolidada.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

Espanha: balanço financeiro das famílias (Mil de milhões de euros)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

Espanha: dívida das famílias Variação (milhões de euros)



Notas: Dívida materializada em empréstimos. * 1T.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

As famílias utilizam a maior parte das poupanças geradas para pagar a dívida

As famílias continuaram a reduzir a sua alavancagem no 1T 2023, diminuindo a sua dívida em 7.866 milhões de euros (-1,1%) para 694.938 milhões, um montante que representa 51,1% do PIB, menos 2 pontos do que no trimestre anterior e o melhor registo desde 2002. Em consequência das subidas das taxas de juro, as famílias prolongaram a tendência iniciada no segundo semestre de 2022 e utilizaram as poupanças mais elevadas acumuladas no período para o reembolso líquido de empréstimos bancários, no valor de 7.268 milhões de euros. Trata-se do fluxo mais negativo num 1T desde 2014, que contrasta com a contratação positiva no 1T 2022 (443 milhões) e ultrapassa a média do período homólogo de 2014-2019 (-4.956 milhões).⁴

Quanto à aquisição líquida de ativos financeiros pelas famílias, no 1T 2023 foi negativa (-5.468 milhões de euros), algo que não acontecia num 1T desde 2017. As famílias reduziram basicamente a liquidez (-1.442 milhões de euros face a -2.719 milhões em média em 2014-2019) e, sobretudo, os depósitos bancários (-20.776 milhões vs. -941 milhões); por outro lado, investiram 9.534 milhões e 9.518 milhões em títulos de dívida e ações, e em fundos de investimento (FI), respetivamente.

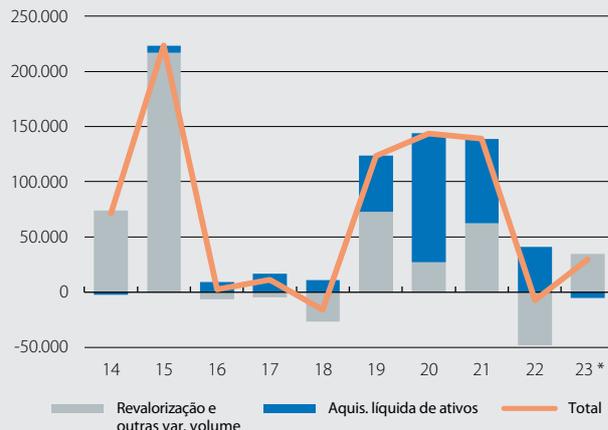
As aquisições negativas de ativos foram largamente compensadas pela forte valorização dos mesmos (34.897 milhões de euros), principalmente devido à melhoria dos preços das ações e dos fundos de investimento, de modo que o stock de ativos financeiros brutos das famílias cresceu 29.357 milhões de euros, para um total de 2,75 biliões de euros.

Relativamente à estrutura do património financeiro das famílias, tem-se observado uma reestruturação, com o peso do numerário e dos depósitos a diminuir e os instrumentos com maior retorno esperado, como os títulos do Tesouro e os fundos de investimento, a ganharem preponderância. Desta forma, as participações em ações e em fundos de investimento representam 45,4% do total dos ativos financeiros das famílias, a percentagem mais elevada desde 2017 (43,0% em 2014-2019), enquanto, pelo contrário, o peso do numerário cai para mínimos históricos (2,0% vs.3,1% antes da pandemia). Os seguros e os fundos de pensões recuperaram timidamente após uma longa tendência descendente, embora permaneçam perto do nível mais baixo desde 1999 (12,5%).

4. Para além da diminuição dos novos financiamentos verificada desde o verão passado, nomeadamente no segmento dos empréstimos para aquisição de habitação, assistiu-se a um aumento da amortização dos empréstimos hipotecários, essencialmente de taxa variável, cujo custo aumentou consideravelmente. Ver Banco de Espanha (2023). «Relatório sobre a situação financeira das famílias e das empresas. Primeiro semestre de 2023».

Espanha: ativos financeiros das famílias

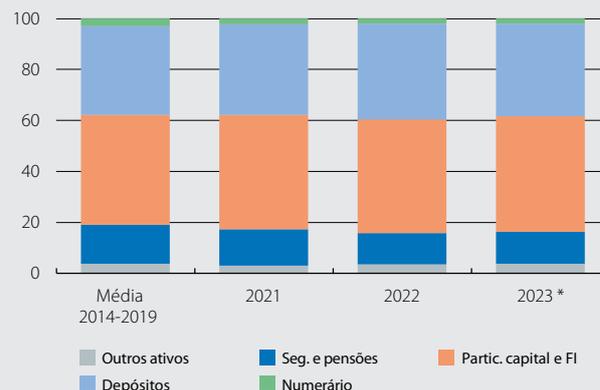
Variação (milhões de euros)



Nota: * 1T.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

Espanha: estrutura da riqueza financeira das famílias

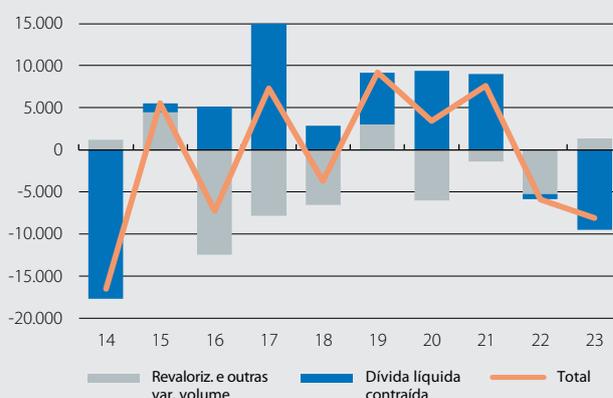
(% sobre o total)



Nota: * 1T.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

Espanha: dívida consolidada das empresas não financeiras no 1T

Variação trimestral (milhões de euros)



Nota: Dívida sob a forma de empréstimos e títulos de dívida; excluindo a dívida em relação ao mesmo sector.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

Em resultado do já referido aumento dos ativos financeiros, conjugado com a diminuição do passivo total⁵ (-11.380 milhões de euros), a riqueza financeira líquida das famílias cresceu 40.736 milhões de euros face ao trimestre anterior, para pouco mais de 2 biliões de euros, um novo máximo histórico.

A melhoria da situação patrimonial das famílias a nível agregado não é incompatível com as dificuldades que alguns segmentos enfrentam, como é o caso das famílias com dívida a taxa de juro variável ou com rendimentos reduzidos.⁶

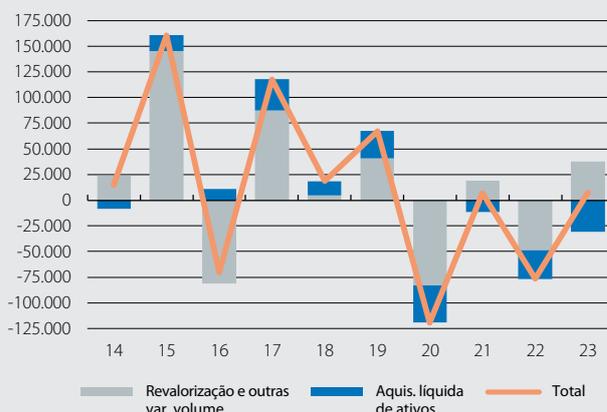
Endividamento das empresas em mínimos de 20 anos

A dívida líquida contraída pelas sociedades não financeiras (em base consolidada) diminuiu, nos primeiros três meses do ano, 9.468 milhões de euros, a maior amortização do 1T desde 2014 (-603 milhões de euros no 1T 2022 e +2.121 milhões de euros em média no período 2014-2019). Descontando um ligeiro aumento dos preços dos títulos de dívida emitidos, bem como outras variações de volume, o stock consolidado de dívida das empresas registou uma contração de 8.116 milhões de euros (-0,8%), para um total de 952.696 milhões de euros; em termos de PIB, é igual a 70%, o rácio mais baixo desde o 3T 2003.

Quanto aos ativos financeiros das empresas, aumentaram ligeiramente no 1T, apenas 7.181 milhões de euros (para 3,03 biliões de euros), um valor que melhora em relação ao ano anterior (-76.766 milhões de euros), mas permanece muito abaixo da média de 2014-2019 (51.565 milhões de euros). Este aumento do saldo dos ativos deve-se inteiramente à forte reavaliação (37,6 mil milhões), especialmente das ações e dos Fundos de Investimento, uma vez que as aquisições líquidas de ativos foram negativas (-30,724 mil milhões), o que tem sido a norma nos últimos anos no 1T: as empresas reduziram os ativos sob a forma de créditos comerciais, empréstimos e, sobretudo, numerário e depósitos.

Espanha: ativos financeiros das empresas não financeiras no 1T

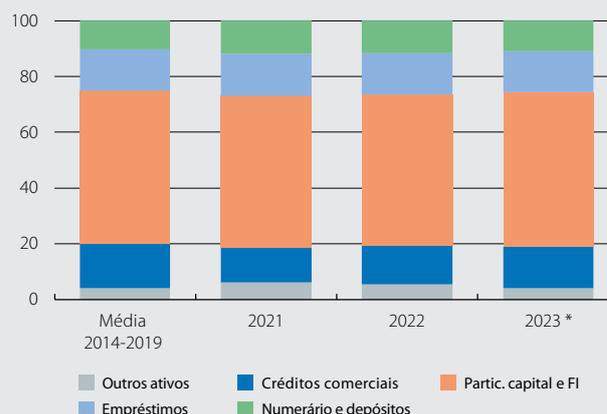
Variação trimestral (milhões de euros)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

Espanha: estrutura do património financeiro das empresas não financeiras

(% sobre o total)



Nota: * 1T.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha (Contas Financeiras).

5. Além dos empréstimos bancários pendentes, inclui os créditos comerciais e outras contas a pagar (juros de empréstimos vencidos, impostos e contribuições pendentes).

6. Ver Banco de Espanha (2023). «Relatório sobre a situação financeira das famílias e das empresas. Primeiro semestre 2023».

Novas perspectivas para o setor do turismo espanhol: força e moderação

O sector turístico espanhol começou bem o ano de 2023. O turismo reforçou, no primeiro semestre de 2023, a sua posição como um dos propulsores da economia espanhola, completando a sua recuperação após a paragem total de 2020, a melhoria insuficiente de 2021 e o impulso de 2022. Os indicadores de atividade do INE mostram que, em 2023, a procura turística real – sem o efeito dos preços – ultrapassou a de 2019, impulsionada pelo forte dinamismo do turismo internacional. As dormidas em estabelecimentos hoteleiros e não hoteleiros nos primeiros sete meses de 2023 excederam as das mesmas datas de 2019 em 1,6%. Este excelente valor baseia-se na força do turismo interno, que foi 6,7% superior ao valor de 2019, e na forte recuperação do turismo internacional, que ficou apenas 1,6% aquém dos valores de 2019.

Os números relativos às chegadas de turistas internacionais revelam uma heterogeneidade considerável. Assistimos a uma grande recuperação do número de turistas provenientes das Américas: conforme os dados de junho, estavam 27% acima do nível de maio de 2019. Os mercados mais tradicionais, pelo contrário, registaram uma recuperação mais modesta. Em particular, o turismo do Reino Unido mostra sinais de fraqueza, ainda 6,9% abaixo dos níveis de 2019 nos primeiros seis meses de 2023.

Estes bons valores da procura real também foram alcançados num ambiente de forte aumento dos preços. Dessa forma, conforme os dados do IPC de julho, a componente de preços da hotelaria e restauração acumulou uma subida de 17,8% de julho de 2019 até julho de 2023. Graças a isto, os gastos turísticos foram duplamente impulsionados, com as despesas dos turistas internacionais nos primeiros seis meses do ano a atingirem um aumento de 14,2% em comparação com o mesmo período de 2019.

Perspetivas a curto prazo para a época alta de 2023

Os indicadores de interesse em viajar para Espanha, que nos ajudam a antecipar as tendências durante a época alta, refletem a complexidade da situação macroeconómica internacional. O interesse em viajar para Espanha caiu drasticamente no Reino Unido em junho para 12,5% abaixo do seu nível de referência. O fraco desempenho macroeconómico do país, a subida acentuada das taxas de juro e a fraqueza da libra esterlina constituem um importante obstáculo ao turismo britânico. Além disso, os dados de outros destinos concorrentes, como a Turquia, a Grécia e Portugal, sugerem que estão a tornar-se mais competitivos para atrair a procura britânica, o que funciona como um travão adicional.

Por outro lado, o interesse dos turistas da UE em viajar

Espanha: dormidas de turistas

Varição relativamente ao mesmo mês de 2019 (%)



Nota: Dormidas em estabelecimentos hoteleiros, apartamentos turísticos, agroturismo e campismos.

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

para Espanha está a resistir notavelmente bem e, nos primeiros sete meses de 2023, foi 6,7% superior ao seu nível de referência. Quando os valores da UE são repartidos por país, destaca-se o forte interesse dos alemães e dos holandeses em viajar para Espanha, com valores 9,5% e 8,4% acima do valor de referência, respetivamente. Os indicadores relativos a França e, sobretudo, Itália são mais fracos e revelam uma situação macroeconómica frágil.

Por parte dos turistas dos EUA observamos uma normalização do interesse em viajar para Espanha para níveis pré-pandémicos, o que antecipa ótimos números de chegadas no verão. Este indicador aponta também para um forte crescimento do interesse em viajar para Espanha no Japão, situando-se em 16,7% acima do período de referência. Estes dados são coerentes com os fortes aumentos do turismo proveniente das Américas e da Ásia registados nos últimos meses.

Desaceleração para o final de 2023 e ao longo 2024

Atualmente, o turismo é uma das forças motrizes da economia espanhola, mas é provável que vários fatores se tornem mais importantes nos próximos trimestres, o que irá moderar significativamente o crescimento do sector do turismo:

- As complicadas perspectivas macroeconómicas dos países de origem dos turistas internacionais: apesar da forte inércia da procura turística, esperamos que a queda acumulada dos salários reais em 2022 e as condições financeiras mais restritivas limitem a capacidade de crescimento dos turistas europeus até 2024, algo a que já estamos a assistir no turismo do Reino Unido.
- A revitalização de destinos mais longínquos para os turistas europeus e espanhóis: a despesa turística dos espa-

nhóis no estrangeiro, de acordo com os dados sobre os pagamentos com cartão CaixaBank no estrangeiro, ainda está longe dos níveis de 2019 (especialmente para destinos distantes) e esperamos assistir a uma recuperação nos próximos trimestres, uma vez que a mobilidade internacional dos espanhóis deverá tender a normalizar-se.

- Concorrência de destinos mais baratos: os principais mercados concorrentes de Espanha no Mediterrâneo estão a revelar-se muito competitivos no atual contexto de inflação elevada e salários reais em queda. Destacam-se a Turquia e Marrocos, dois concorrentes com níveis de preços muito competitivos.

Previsões do BPI Research para o setor do turismo em Espanha

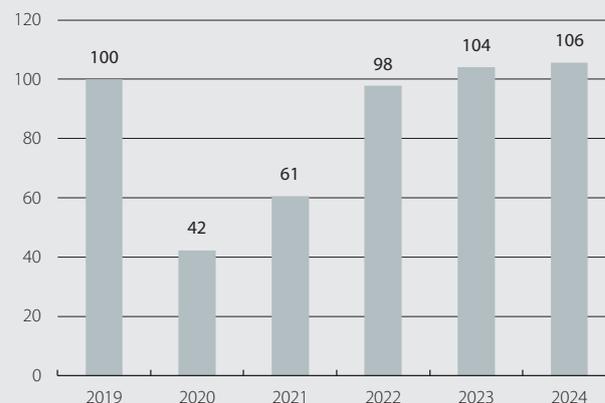
Não obstante o ritmo mais lento da evolução, a análise dos principais indicadores do sector deixa-nos um cenário ainda relativamente positivo para 2023, para o qual pre vemos um crescimento considerável. Prevemos que os ventos contrários se manifestem sobretudo no final de 2023 e durante 2024, altura em que o crescimento do PIB do turismo deverá ser mais moderado, principalmente devido aos três fatores acima referidos. Mesmo assim, o sector do turismo continuará a beneficiar de algumas alavancas de crescimento, como a recuperação dos mercados de longo curso (esperamos números muito bons das Américas e uma recuperação do mercado asiático) ou a resiliência da procura turística europeia em Espanha, graças à elevada competitividade do destino.

Tendo em conta a atual situação de robustez, os fatores contrários acima referidos e as alavancas de crescimento ainda disponíveis, a nossa previsão para o PIB turístico é de um crescimento real do PIB de 6,5% ao ano em 2023, ou seja, 4,1% acima do nível de 2019. Para 2024, prevemos um crescimento mais moderado de 1,5%, o que colocará o PIB do turismo 5,7% acima do nível de 2019.

Por país de origem, esperamos que a procura interna cresça 0,4% em 2023, apresentando já uma margem de crescimento inferior em comparação com 2022 – quando já recuperou os níveis de 2019. Entretanto, esperamos que as chegadas internacionais cresçam 11% e, pelo primeiro ano desde o início da pandemia, regressem aos níveis de 2019. Em relação a 2024, esperamos que o turismo internacional seja o principal motor de crescimento do sector, apoiado pela recuperação do turismo de longo curso.

Espanha: PIB turístico real

Índice (100 = 2019)



Nota: Previsões a partir de 2023.

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

Indicadores de atividade e emprego

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Indústria | | | | | | | | | |
| Índice de produção industrial | 8,8 | 2,8 | 4,7 | 0,8 | 1,4 | -1,6 | -3,0 | ... | ... |
| Indicador de confiança na indústria (valor) | 0,6 | -0,9 | -5,1 | -5,3 | -4,4 | -5,3 | -8,7 | -9,6 | -6,5 |
| PMI das indústrias (valor) | 57,0 | 51,0 | 49,2 | 45,6 | 50,1 | 48,5 | 48,0 | 47,8 | 46,5 |
| Construção | | | | | | | | | |
| Licenças de novas construções (acum. 12 meses) | 4,7 | 15,4 | 8,8 | 2,6 | -1,8 | - | ... | ... | ... |
| Compra e venda de habitações (acum. 12 meses) | 9,6 | 28,9 | 22,9 | 17,2 | 10,0 | 3,3 | 1,0 | ... | ... |
| Preço da habitação | 3,7 | 7,4 | 7,6 | 5,5 | 3,5 | ... | - | - | - |
| Serviços | | | | | | | | | |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses) | 64,7 | 129,8 | 208,8 | 129,8 | 90,7 | 40,6 | 40,6 | 31,5 | ... |
| PMI dos serviços (valor) | 55,0 | 52,5 | 51,0 | 50,8 | 56,3 | 56,0 | 53,4 | 52,8 | ... |
| Consumo | | | | | | | | | |
| Vendas a retalho | 5,1 | 0,9 | 0,2 | 1,9 | 6,7 | 6,1 | 6,5 | 7,3 | ... |
| Matrículas de automóveis | 158,0 | -3,0 | 3,1 | 2,6 | 45,5 | 9,9 | 13,3 | 10,7 | 7,8 |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor) | -12,9 | -26,5 | -32,9 | -28,1 | -22,7 | -18,9 | -16,2 | -11,6 | -14,8 |
| Mercado de trabalho | | | | | | | | | |
| População empregada ¹ | 3,0 | 3,1 | 2,6 | 1,4 | 1,8 | 2,9 | - | - | - |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa) | 14,8 | 12,9 | 12,7 | 12,9 | 13,3 | 11,6 | - | - | - |
| Inscritos na Segurança Social ² | 2,5 | 3,9 | 3,5 | 2,7 | 2,5 | 2,8 | 2,6 | 2,7 | ... |
| PIB | 5,5 | 5,5 | 4,9 | 3,0 | 4,2 | 1,8 | - | - | - |

Preços

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global | 3,1 | 8,4 | 10,1 | 6,6 | 5,1 | 3,1 | 1,9 | 2,3 | 2,6 |
| Inflação subjacente | 0,8 | 5,1 | 6,2 | 6,5 | 7,6 | 6,2 | 5,9 | 6,2 | 6,1 |

Setor externo

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

| | 2021 | 2022 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|--|------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Comércio de bens | | | | | | | | | |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 21,2 | 22,9 | 23,3 | 22,9 | 20,5 | 12,3 | 12,3 | ... | ... |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 24,8 | 33,4 | 38,1 | 33,4 | 24,0 | 10,7 | 10,7 | ... | ... |
| Saldo corrente | 11,5 | 7,3 | 6,1 | 7,3 | 21,5 | 28,3 | 28,3 | ... | ... |
| Bens e serviços | 17,9 | 18,5 | 14,4 | 18,5 | 34,1 | 44,6 | 44,6 | ... | ... |
| Rendimentos primários e secundários | -6,4 | -11,2 | -8,3 | -11,2 | -12,6 | -16,4 | -16,4 | ... | ... |
| Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento | 22,4 | 19,2 | 18,0 | 19,2 | 35,1 | 41,9 | 41,9 | ... | ... |

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 | 3T 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 06/23 | 07/23 | 08/23 |
|--|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Depósitos | | | | | | | | | |
| Depósitos das famílias e empresas | 6,1 | 4,9 | 5,3 | 3,8 | 1,7 | 0,4 | 0,3 | ... | ... |
| À vista e poupança | 10,3 | 7,9 | 8,2 | 5,0 | 0,3 | -4,0 | -5,1 | -6,6 | ... |
| A prazo e com pré-aviso | -24,4 | -19,7 | -19,2 | -7,3 | 7,7 | 40,1 | 53,2 | 63,4 | ... |
| Depósitos das Adm. Públicas | 15,5 | 9,6 | 6,6 | -3,2 | 7,4 | 6,8 | 6,0 | 12,3 | ... |
| TOTAL | 6,7 | 5,2 | 5,4 | 3,2 | 2,1 | 0,8 | 0,7 | ... | ... |
| Saldo vivo de crédito | | | | | | | | | |
| Setor privado | 0,3 | 0,7 | 1,3 | 0,5 | -0,9 | -2,2 | -2,4 | -3,0 | ... |
| Empresas não financeiras | 1,1 | 0,9 | 2,4 | 0,9 | -1,0 | -2,7 | -3,1 | -3,9 | ... |
| Famílias - habitações | 0,2 | 1,0 | 1,1 | 0,2 | -1,2 | -2,4 | -2,7 | -3,3 | ... |
| Famílias - outros fins | -1,2 | -0,6 | -0,9 | -0,1 | -0,1 | -0,4 | 0,2 | 0,1 | ... |
| Administrações Públicas | 15,3 | 0,2 | -3,5 | -1,1 | -0,2 | -3,3 | -2,1 | -5,1 | ... |
| TOTAL | 1,1 | 0,7 | 1,0 | 0,4 | -0,9 | -2,3 | -2,4 | -3,2 | ... |
| Taxa de incumprimento (%)⁴ | 4,3 | 3,5 | 3,8 | 3,7 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | ... | ... |

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2023

© CaixaBank, S.A., 2023

Design e produção: www.cegeglobal.com

