

IM10

INFORMAÇÃO MENSAL
OUTUBRO 2023



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

Novo cenário: perspetivas para as economias e mercados internacionais

ECONOMIA INTERNACIONAL

EUA: a recessão que nunca chega

Mudança de velocidade na economia chinesa: canais de transmissão

Quo vadis, globalização? (partes I e II)

ECONOMIA ESPANHOLA

Novo cenário macroeconómico: o crescimento económico em Espanha abranda

A produtividade em Espanha: muito espaço para melhorias

O sector agroalimentar espanhol está a progredir numa conjuntura económica difícil

ECONOMIA PORTUGUESA

Turismo: importância nas contas nacionais e nas contas externas

Um raio-X ao mercado de crédito à habitação em Portugal

Estão as remunerações a acompanhar a evolução dos preços?

INFORMAÇÃO MENSAL

Outubro 2023

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

BPI Research (UEEF)

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

4 de outubro de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Novo cenário: perspetivas para as economias e mercados internacionais*

11 *Uma primeira avaliação da vulnerabilidade externa dos emergentes*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *EUA: a recessão que nunca chega*

18 *Mudança de velocidade na economia chinesa: canais de transmissão*

20 *Quo vadis, globalização? (parte I): o longo abrandamento*

23 *Quo vadis, globalização? (parte II): a fragmentação da economia global*

28 ECONOMIA PORTUGUESA

31 *Turismo: importância nas contas nacionais e nas contas externas*

33 *Um raio-X ao mercado de crédito à habitação em Portugal*

36 *Estão as remunerações a acompanhar a evolução dos preços?*

39 ECONOMIA ESPANHOLA

41 *Novo cenário macroeconómico: o crescimento económico em Espanha abranda*

43 *A produtividade em Espanha: muito espaço para melhorias*

45 *O sector agroalimentar espanhol está a progredir numa conjuntura económica difícil*

Ponto de viragem em vésperas de OE?

Quando se aproxima o período de discussão do Orçamento de Estado para 2024 em Portugal, as boas notícias têm dominado em várias frentes. Senão vejamos. Começando pelo mercado de trabalho, a população empregada alcançou níveis máximos históricos, nunca houve tantas pessoas a trabalhar. A atividade económica mostra também bons resultados: o crescimento será superior a 2% em 2023, mesmo que a economia estagne até final do ano. A informação do setor do turismo comprova isso mesmo: o número de dormidas superou os 10 milhões em agosto, máximo histórico. Finalmente, a inflação mostra recuo sustentado. E até o *rating* melhora, com a classificação da República a regressar aos níveis de 2010 de acordo com os parâmetros de uma das três principais agências internacionais de *rating*. Apesar deste quadro aparentemente muito favorável, refira-se que vários sinais apontam para a proximidade de um ponto de viragem, pelo que se impõem cautelas no desenho do cenário futuro. Em linha com a nossa própria postura, dado que ajustámos em baixa a nossa expectativa de crescimento económico em 2023, duas décimas, para 2,4%, e esperamos um abrandamento significativo em 2024, para 1,8%, com riscos ainda assim, negativos.

Dos vários pontos acima referidos vale a pena destacar e detalhar a melhoria da notação de risco, atribuída à dívida de longo prazo emitida pela República, de regresso a um patamar (A-) em que esteve apenas imediatamente antes de solicitar ajuda externa, em abril de 2011. Apesar de não ser ainda uma classificação partilhada pelas restantes «principais» (Moody's e S&P), é um facto a assinalar dado que é, em simultâneo, causa e efeito de menores custos de financiamento: o prémio de risco do soberano reduziu de 100 p. b. no início de 2023 para cerca de 75 pontos base nos últimos meses, significando que, ao se financiar no mercado de dívida internacional, o Estado Português paga apenas cerca de 0,75% acima da dívida de referência; o que compara por exemplo, com Itália que em média, em 2023 pagou cerca de 180 p. b. ou mesmo Espanha com mais de 100 p. b.. Dito de outra forma, em média, os custos de financiamento a 10 anos do governo alemão situaram-se em torno de 2,4% em 2023, os de Portugal em 3,2%, Espanha 3,5% e Itália 4,2% (acima da Grécia, que se financiou em média a 4,1%). Esta melhoria da perceção do risco subjacente à dívida portuguesa acabará por se refletir em menores custos de financiamento de famílias e empresas, desonerando o investimento.

Importa analisar os motivos por detrás desta alteração. Em primeiro lugar e com elevada ponderação, segundo a agência, a redução do rácio da dívida pública, superior à dos países Europeus com níveis de endividamento semelhante: de acordo com a Fitch, a redução projetada até 2025 será de cerca de 30 p.p. do PIB, a maior entre os soberanos com notação semelhante «A». Todavia, os níveis de dívida situar-se-ão ainda bastante acima dos níveis medianos dos países com esta notação (cerca de 54% do PIB), o que reflete o elevado patamar da qual Portugal parte. Em segundo lugar surge a boa performance orçamental, com as métricas fiscais a serem ultrapassadas para melhor. Na base deste comportamento está uma redução mais rápida do peso da despesa no PIB com o terminar das medidas de apoio relacionadas com o período de pandemia e aumento dos custos energéticos, parcialmente compensadas por diversas medidas de apoio ao rendimento. Muito relevantes são também as alterações estruturais, designadamente o regresso da balança corrente a um excedente devido a redução dos preços dos produtos importados e à manutenção de uma forte dinâmica de exportações, sobretudo de serviços (e que não passam apenas pelo Turismo). Esta evolução denota o rebalanceamento da economia portuguesa posterior ao período da crise de dívida soberana, a favor de setores e atividades transacionáveis e com maior valor acrescentado.

Em suma, estas são boas notícias e refletem um bom ponto de partida, com alguma margem de manobra, para um período que se antevê com desafios significativos. Com destaque para a permanência das taxas de juro em níveis superiores aos dos últimos 5-6 anos, mas também devido a uma procura externa mais enfraquecida, com potencial impacto nas exportações portuguesas. Ainda assim, não há dúvida que as alterações estruturais registadas deverão propiciar um bom respaldo para tempos que se afiguram mais complicados.

Paula Carvalho

Lisboa, 9 de outubro de 2023

Cronologia

SETEMBRO 2023

- 14** O BCE aumenta as taxas em 25 p.b. e coloca a *depo* a 4,00% e a *refi* em 4,50%.

JULHO 2023

- 26** A Fed aumenta as taxas em 25 p.b. e define o intervalo de objetivo em 5,25%-5,50%.
- 27** O BCE aumenta as taxas em 25 p.b. e estabelece 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.

AGOSTO 2023

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

Agenda

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: primeira estimativa do PIB (3T).
- 30** Espanha: primeira estimativa do IPC (outubro).
Portugal: indicador de confiança de empresas e consumidores (outubro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
- 31** Portugal: primeira estimativa do PIB (3T).
Portugal: primeira estimativa do IPC (outubro).
Zona Euro: PIB (3T).
Zona Euro: primeira estimativa do IPC (outubro).
- 31-1** Comité de Mercado Aberto da Fed.

NOVEMBRO 2023

- 3** Espanha: produção industrial (setembro).
Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 8** Portugal: emprego (3T).
- 9** Portugal: comércio internacional (setembro).
- 14** Portugal: custo da mão de obra (3T).
- 15** Japão: PIB (3T).
- 17** Espanha: *rating* da Fitch.
Portugal: *rating* Moody's.
- 24** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 25** Portugal: créditos e depósitos (setembro).
- 29** Espanha: primeira estimativa do IPC (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 30** Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Portugal: distribuição do PIB (3T).
Zona Euro: primeira estimativa do IPC (novembro).

Taxas de juro mais altas durante mais tempo

As últimas semanas do terceiro trimestre do ano confirmaram o abrandamento assimétrico da economia mundial, com sinais intensos de arrefecimento na Europa, um ajustamento menos acentuado da atividade nos EUA, graças à força do consumo americano, e muitas dúvidas sobre o desempenho da economia chinesa, apesar da recente melhoria dos seus indicadores de atividade. Com um outono pela frente em que se intensificam os efeitos sobre o crescimento do endurecimento monetário e em que terá de ser digerido o mini-choque de oferta da subida do preço do petróleo nos últimos meses, as expectativas dos agentes continuam a agravar-se, antecipando um enfraquecimento da procura no curto prazo.

Neste contexto, com sinais claros de arrefecimento económico e com as subidas das taxas dos bancos centrais a aproximarem-se do fim, assistiu-se a uma subida acentuada das *yields* ao longo da curva, com movimentos significativos como o aumento de quase 100 pontos base (p. b.) da *yield* da obrigação norte-americana a 30 anos para máximos de 2007 (4,95% face a 1,2% no verão de 2020), a nova subida do prémio de risco italiano para a zona dos 200 p. b. (50 p. b. superior ao da Grécia), a subida das *yields* reais (2,3% no caso da obrigação a 10 anos indexada à inflação norte-americana) e o aumento dos spreads das obrigações de empresas, sobretudo nos segmentos *high yield*, onde o custo de financiamento se aproxima dos 9%.

Estamos, pois, a entrar num período de maior sensibilidade e discriminação dos mercados, uma vez que os bancos centrais estão a conseguir fazer passar a mensagem de que as taxas de juro vão permanecer elevadas durante bastante tempo, o que obrigará a uma extrema prudência do lado orçamental. O caso italiano constitui um novo aviso à navegação, uma vez que a subida das taxas de juro para a zona dos 5% coincide com o novo projeto de orçamento, que agrava claramente as estimativas do défice orçamental para 2023 (5,3%), 2024 (4,3%) e 2025 (3%).

Nos EUA, grande parte da subida das taxas de juro é explicada por um aumento dos rendimentos reais e do prémio de risco, uma vez que não se detetou qualquer alteração nas expectativas de inflação. Esta situação reflete o contexto político difícil e as necessidades de financiamento a curto prazo muito elevadas (7,6 biliões de dólares em 2024). E, no entanto, neste rio conturbado que caracteriza o ambiente económico e financeiro global, o dólar tem sido o ativo financeiro mais favorecido pelo último ajustamento da narrativa monetária, com um movimento de apreciação significativo que o levou a negociar abaixo de 1,05 face ao euro

(+6% desde julho) e a tocar 150 ienes na cotação com a moeda japonesa (máximos desde 1990). Tudo isto reflete que, apesar dos problemas nas frentes fiscal e política, os investidores valorizam a força relativa da economia americana, a atratividade dos rendimentos em máximos de década e meia e o tradicional papel de porto seguro do dólar.

Este enfraquecimento do euro face à moeda em que se paga a fatura energética, no momento em que o preço do crude volta a estar sob pressão, não é uma boa notícia para um BCE que terá um trabalho difícil nos próximos meses, pois terá de manter ancoradas as expectativas dos investidores, cada vez mais dependentes dos dados, responder a qualquer fonte de instabilidade financeira e gerir os efeitos sobre a atividade do processo de aperto monetário mais intenso das últimas décadas. A curto prazo, a chave será a evolução dos efeitos de segunda ordem causados pela interação entre as margens das empresas e os salários e, por conseguinte, a inércia negativa que pode ocorrer em momentos como o atual, se os agentes decidirem maximizar os seus rendimentos a curto prazo. Para já, para além do ruído nos dados causado pela evolução dos preços do petróleo, os bons dados na UEM sobre as medidas de inflação tendencial nos últimos meses são um sinal positivo, uma vez que antecipam que a zona dos 3% pode ser alcançada nos próximos seis meses com elevada probabilidade.

Em suma, o movimento dos mercados financeiros nas últimas semanas serve para consolidar o sentimento de que o regime de taxas de juro vai regressar a um certo grau de normalidade a médio prazo, após a anomalia do comportamento da política monetária durante grande parte da última década. Isto traduzir-se-á em taxas de juro reais ou naturais de equilíbrio mais elevadas do que as registadas nos 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	0,79	0,25	0,25	4,50	5,75	4,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,65	3,85
SOFR 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,48	5,50	3,15
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	0,13	0,66	4,30	4,20	2,80
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	0,92	1,46	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	3,45
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	3,87	3,19
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	3,15	2,50
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	-0,57	-0,31	2,13	2,70	2,60
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,05	2,82
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,13	2,99
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,80	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	3,22	3,04
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,24	3,14
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,02	0,34	3,10	3,60	3,45
Prémio de risco	19	314	60	65	97	90	85
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,07	1,12
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	85,0	79,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	79,4	70,5

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	-2,8	6,3	3,5	3,0	2,9
Países desenvolvidos	2,7	1,4	-4,2	5,4	2,7	1,5	1,1
Estados Unidos	2,7	1,8	-2,2	5,8	1,9	2,0	0,8
Zona Euro	2,2	0,8	-6,3	5,6	3,4	0,5	0,7
Alemanha	1,6	1,2	-4,2	3,1	1,9	-0,4	0,3
França	2,2	1,0	-7,7	6,4	2,5	0,8	0,7
Itália	1,5	-0,3	-9,0	7,0	3,8	0,7	0,6
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,4	1,8
Espanha	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	2,4	1,4
Japão	1,4	0,4	-4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,7	1,2	-10,4	8,7	2,5	0,6	0,5
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	4,9	-1,8	6,8	4,0	4,0	4,2
China	10,6	8,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6
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	2,2	1,8
México	2,3	1,5	-8,7	5,8	3,9	2,7	1,9
Rússia	-	1,4	-2,7	5,6	-2,1	1,0	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	6,7	5,0
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,7	3,1	7,3	4,7	2,8
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,4
Zona Euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	3,1
Alemanha	1,7	1,4	0,4	3,2	8,7	6,2	3,3
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,3	2,9
Itália	2,4	1,4	-0,2	1,9	8,7	6,6	2,9
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,6	2,4
Espanha	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Japão	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,5	2,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,1	7,5	3,6
Países emergentes	6,7	5,6	5,2	5,9	9,8	7,9	7,0
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	0,7	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	5,6	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 sobre a média do ano anterior (%), salvo indicação expressa

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,5	-7,0	4,7	5,7	1,1	0,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,4	1,1	1,2
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	2,7	1,3	5,0
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	0,7	1,7
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,8	13,4	16,7	5,5	2,4
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,2	11,0	1,5	2,4
Produto interno bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,4	1,8
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,5	-1,9	2,7	2,0	1,1	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	4,6	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-0,8	-1,4	1,2	1,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	1,0	-0,4	2,3	2,6
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-0,4	-0,1	-0,1

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,5	0,0	-12,4	7,2	4,8	1,6	1,4
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,1	3,6	3,4	-0,2	2,4	1,3
Formação bruta de capital fixo	5,5	-1,4	-9,0	2,8	2,4	2,6	3,0
Bens de equipamento	4,8	0,1	-12,6	4,4	1,9	0,2	3,9
Construção	5,5	-2,9	-9,2	0,4	2,6	4,3	2,4
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	-9,0	6,6	2,9	1,7	1,6
Exportação de bens e serviços	4,6	2,9	-20,1	13,5	15,2	2,9	0,4
Importação de bens e serviços	6,8	0,2	-15,0	14,9	7,0	1,1	1,0
Produto interno bruto	3,6	0,6	-11,2	6,4	5,8	2,4	1,4
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,8	2,2	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,1	11,8
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Custos de trabalho unitários	3,0	0,6	8,3	1,0	0,9	4,4	3,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	0,8	0,6	1,8	1,5
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,1	1,1	1,6	1,5	2,7	2,4
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,6	-10,1	-6,8	-4,7	-4,2	-3,6

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

Previsões

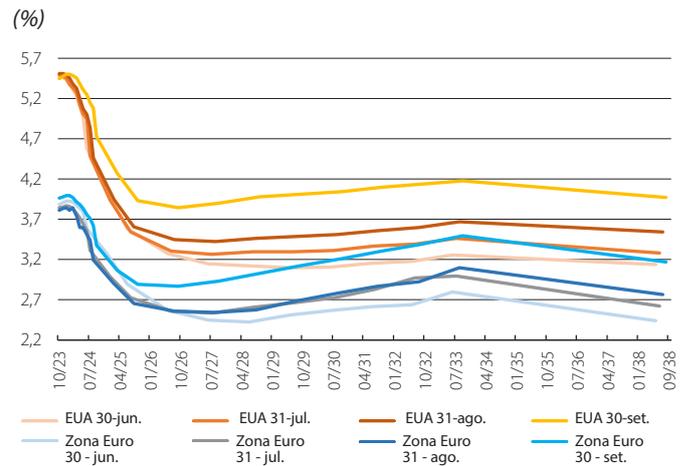
O outono traz os investidores de volta ao cenário de taxas elevadas

A Reserva Federal aterra a economia tão suavemente que ainda não consegue retirar os travões. A reunião de setembro do FOMC confirmou a revisão em alta das expectativas de taxas de juro para os próximos meses (e anos) de vários dos seus membros, acelerando o ajustamento dos preços dos ativos financeiros que, desde o início do verão, têm tentado encontrar o seu equilíbrio num ambiente de taxas mais elevadas durante mais tempo. A tendência da Reserva Federal para uma maior restritividade e o bom desempenho da economia norte-americana contrastam, aliás, com a situação no resto do mundo, uma vez que praticamente toda a Europa, a China e o Japão revelaram um menor dinamismo económico em setembro. Por conseguinte, embora as taxas soberanas tenham registado uma subida generalizada ao longo do mês, o movimento foi particularmente forte nos referenciais de médio e longo prazo dos EUA, com o consequente aumento da inclinação da curva. Por outro lado, enquanto o dólar continuou a capitalizar esta tendência, prolongando a valorização que acumula desde meados de julho, os ativos de risco foram penalizados e as bolsas fecharam mais um mês com perdas, enquanto o petróleo continuou o *ralli* que o levou aos máximos do ano

Os bancos centrais voltam a ser o centro das atenções no novo ano académico. Relativamente à Fed, apesar de ter feito uma pausa no ciclo de subidas e de ter mantido as taxas no intervalo 5,25%-5,50%, o novo *dot plot* e um certo reconhecimento pelo Presidente Powell de que a taxa natural da economia teria aumentado, reforçaram a perspetiva de taxas de juro elevadas entre os investidores durante algum tempo (o *higher for longer*). O BCE procedeu, de facto, a uma subida de 25 p.b. da taxa de juro para manter inalterada a taxa *Depo* a 4,00% (e a *a refi* a 4,50%), mas considerando expressamente que o nível atual das taxas é suficientemente restritivo, pelo que bastaria mantê-lo para continuar a atenuar a inflação. O Banco do Japão mostrou pouca inclinação para apertar significativamente a política monetária nos próximos meses, cauteloso quanto a uma subida da inflação que não considera suficientemente sustentada, pesando ainda mais sobre o yen já depreciado. O Banco de Inglaterra também surpreendeu com uma pausa no seu ciclo de subidas, após um valor de inflação de agosto inferior ao esperado e apesar de a inflação ainda se manter em níveis muito elevados.

Taxas mais elevadas durante mais tempo. A narrativa do *higher for longer* levou as *yields* das obrigações soberanas dos EUA a atingirem, no mês, máximos anteriores à crise financeira de 2008. A subida acumulada das taxas de longo prazo dos EUA no terceiro trimestre fez subir os índices de referência a 10 anos em mais de 70 p.b. em relação ao nível de junho e os índices de referência a 30 anos mais de 80 p.b. Esta inclinação da curva deve-se também à resiliência do ciclo económico, que impede qualquer abrandamento nas secções de mais curto prazo da

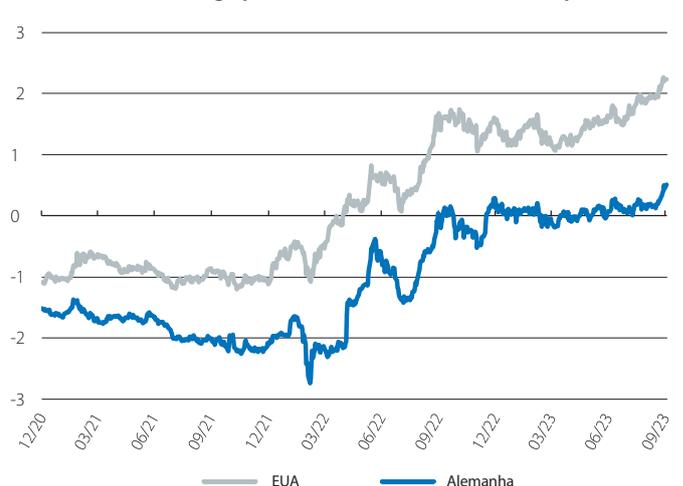
Expetativas sobre as taxas de juro diretoras da Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre a EFR 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.

Evolução das taxas reais a 10 anos

Rendimento das obrigações soberanas indexadas à inflação (%)



Fonte: BPI Research com base em dados da Bloomberg.

Evolução das taxas de juro soberanas a 30 anos



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

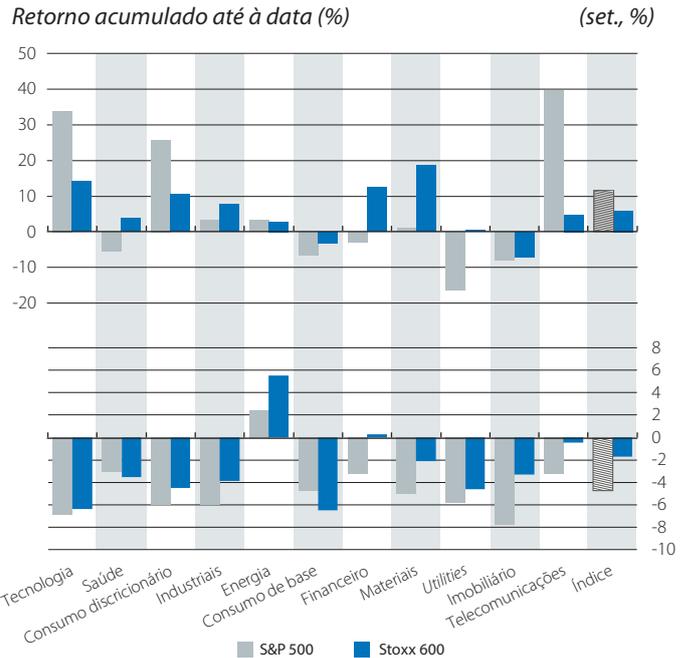
curva, com os valores de referência a 2 anos acima dos 5%, na proximidade dos máximos desde 2006. Em contrapartida, na Zona Euro, a subida das taxas tem sido mais homogênea entre tranches, com menor inclinação (sobretudo na curva alemã), traduzindo a fragilidade do ciclo económico. Por outro lado, o prémio de risco italiano recuperou mais de 25 p. b. no mês seguinte, depois de o governo ter aumentado a sua previsão do défice orçamental para 2024. As taxas soberanas do Reino Unido foram a grande exceção do mês, com uma queda acentuada nos seus índices de referência de curto prazo.

Mau mês nas bolsas internacionais. Os principais índices de ações internacionais registaram mais um mês de perdas generalizadas em setembro, com o índice MSCI All Country World de ações globais a cair mais de 4%. Esta quebra foi generalizada a todos os sectores, mas os mais atingidos foram os mais sensíveis à subida das taxas de juro, como o sector tecnológico. O índice Nasdaq registou assim uma queda superior a 5%, queda essa que também se fez sentir fortemente no S&P500. A principal exceção a esta tendência foi o sector da energia, que foi impulsionado tanto na Europa como nos EUA pelo forte aumento dos preços do petróleo nos últimos meses. O IBEX em Espanha apresentou um melhor desempenho relativo, embora tenha caído -0,8% no mês. Pelo contrário, na Europa, o DAX destacou-se negativamente, com -3,5%, penalizado pelo sector industrial alemão.

O dólar americano continua a capitalizar sobre o higher for longer. A moeda norte-americana continuou a ganhar força, com mais um mês de apreciação significativa em setembro, em particular face ao euro, ao iene e ao franco suíço. Esta moeda está a beneficiar muito, em parte, do diferencial de taxas esperado com estas economias, que têm ciclos económicos menos dinâmicos do que os EUA, e, em parte, da menor apetência pelo risco de investimento. Relativamente ao euro, a sua fraqueza face ao dólar não foi tão pronunciada em relação a outros pares no mês, tendo a sua taxa de câmbio efetivo nominal depreciado 0,5%, o que contrasta com uma depreciação de -2,5% face ao dólar.

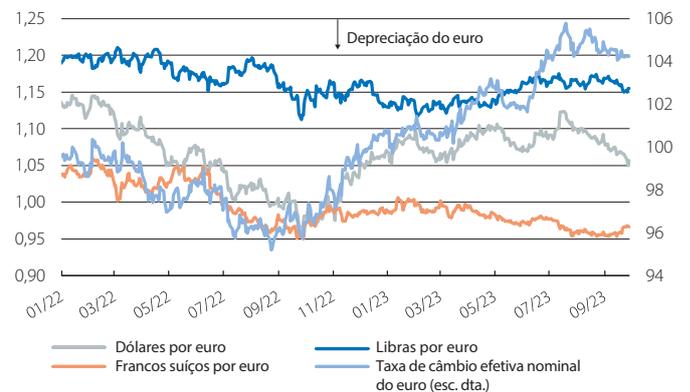
A redução da oferta impulsiona os mercados do petróleo e do gás. Em setembro, os preços do petróleo continuaram a subir, tendo aumentado quase 10%, para terminar o trimestre 27% acima de junho e em máximos anuais de cerca de 95 dólares por barril. As reduções de produção da Arábia Saudita e da Rússia foram bem sucedidas face à forte procura chinesa de crude e à rápida redução das existências mundiais de petróleo. Esta situação, associada ao facto de não terem encontrado, até à data, qualquer contrapeso nos produtores de petróleo de xisto dos EUA, incapazes de aumentar a produção após vários anos de subinvestimento, deixa uma clara tendência de subida no mercado nos últimos meses. No que respeita ao gás natural, os riscos de aprovisionamento em diferentes pontos (Austrália, Noruega, etc.) continuam a induzir uma forte volatilidade no benchmark europeu, o Dutch TTF, que, apesar de encontrar uma estabilização significativa na boa evolução dos inventários para a época do ano, subiu quase 20% no mês.

Desempenho dos sectores da bolsa de valores no ano (em cima) e no mês (em baixo)



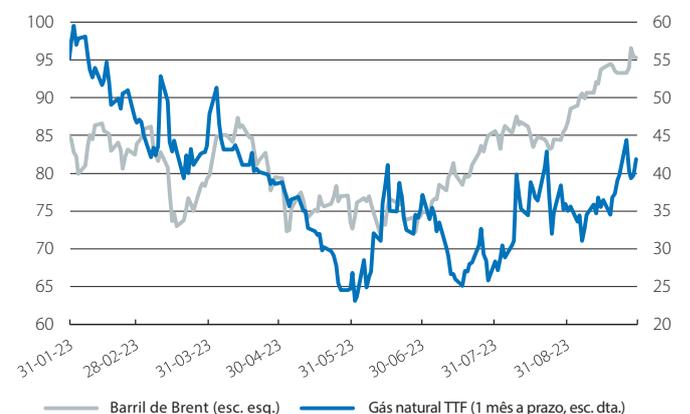
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Euro face aos seus principais pares (Euros)



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

Evolução dos preços da energia: gás e petróleo (Dólares/barril) (Euros/MWh)



Fonte: BPI Research com base em dados da Bloomberg.

Perspetivas para as economias e mercados internacionais

Na sequência de um desempenho melhor do que o esperado no primeiro semestre de 2023, a atividade mundial arrefeceu no terceiro trimestre, devido a dinâmicas divergentes entre as principais economias. Em seguida, analisamos as perspetivas para o ambiente económico internacional.

Ponto de partida: arrefecimento irregular

A atividade global sofreu com a perda de fôlego na China, onde a recuperação inicial no 1.º trimestre de 2023 deu lugar a indicadores sustentadamente mais baixos do que o esperado, que se juntaram às dificuldades persistentes no sector imobiliário. A fraqueza demonstrada pela indústria nas economias avançadas desde o final de 2022 começou a repercutir-se no sector dos serviços, embora com intensidades variáveis entre as economias. Concretamente, nos EUA, os indicadores revelaram um ligeiro abrandamento da atividade, com um crescimento de cerca de 0,5% em termos trimestrais e uma notável resistência do consumo, enquanto a fraqueza se concentrou no investimento residencial e em contribuições discretas do sector externo. A expansão do PIB da Zona Euro, pelo contrário, tem sido lenta, com um crescimento trimestral de cerca de 0,1%, o que reflete a fraqueza do consumo, do investimento e da procura externa. Todas estas dinâmicas estão bem refletidas na comparação entre os dados e as expectativas no segundo gráfico.

Principais hipóteses: desinflação, desinflação e desinflação

Para compreender as perspetivas de arrefecimento em economias como a dos EUA e sobretudo da Zona Euro, importa reiterar que ambas têm sofrido distorções involuntariamente fortes na procura e na capacidade produtiva, primeiro com a pandemia de COVID-19¹ e depois com a guerra na Ucrânia. São distorções que requerem tempo para serem digeridas e que coexistiram com ventos favoráveis transitórios, como o apoio da política orçamental, o desvanecimento dos estrangulamentos, alguma dinâmica cíclica nos serviços (com a sua normalização final pós-pandemia) e as reservas de poupança acumuladas após a COVID-19.

A inflação é a métrica em que esta digestão tem sido mais visível, com um pico nos EUA já em 2021 e acelerando um pouco mais tarde na Zona Euro. Tal retoma transmite-se em três fases, começando pelos choques iniciais (como os estrangulamentos associados à pandemia ou a crise energética devido à guerra na Ucrânia) e continuando com os efeitos indiretos consequentes (o aumento dos preços dos

1. Este facto não só congelou a oferta e a procura, como também conduziu a fortes reajustamentos na economia, como os padrões de consumo ou a forte resposta das políticas fiscais e monetárias.

Previsões para as economias e mercados internacionais

Varição anual (%), salvo indicação em contrário

	2022	2023	2024
PIB mundial	3,5	3,0 (2,8)	2,9 (3,0)
PIB EUA	2,1	2,0 (1,7)	0,8 (0,5)
Inflação EUA	8,0	4,2 (4,0)	2,4 (2,1)
Fed - fed funds rate (fim do ano)	4,50	5,75	4,25
PIB Zona Euro	3,5	0,5 (0,7)	0,7 (1,0)
Inflação Zona Euro	8,4	5,6 (5,3)	3,1 (2,7)
BCE - depo (fim do ano)	2,00	4,00	3,50
Euribor 12M (média)	1,1	3,9	3,6
PIB China	3,0	5,2 (5,7)	4,6 (4,9)
Petróleo Brent (€ por barril, média)	94	75,4 (72,5)	71,7 (68,6)
Gás natural (TTF) (€ por MWh, média)	132	43,1 (43,9)	50,4

Nota: Entre parêntesis, previsão anterior (apenas quando diferente).

Fonte: BPI Research.

Surpresas na divulgação dos indicadores económicos

Índice



Nota: Os registos positivos (negativos) indicam que os indicadores foram melhores (piores) do que o esperado pelo consenso dos analistas.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Citi e da Bloomberg.

bens e serviços que, embora não sejam diretamente pressionados pelo choque inicial, são empurrados para cima pelos custos de produção e pelo ajustamento dos preços relativos). Como mostra o terceiro gráfico, estas duas fases estão a começar a ser deixadas para trás e os indicadores avançados, como o *momentum*, refletem uma forte desinflação a partir dos piores pontos em 2022. Contudo, há ainda uma terceira fase a concluir antes de se celebrar a normalização da inflação: a dos efeitos de segunda ordem (ou seja, a reação entre preços, margens de lucro e salários

em resposta ao aumento inicial dos próprios preços). Esta fase tende a conferir inércia à inflação e pode retardar a descida final em direção ao objetivo, mas o facto de a desinflação estar a decorrer como previsto é fundamental para que os bancos centrais não visem um novo enfraquecimento da procura.

Perspetivas

Assim, passados mais de um ano de subidas acentuadas das taxas de juro, a Reserva Federal, o BCE e a maioria dos bancos centrais mundiais procederam recentemente a uma reorientação da sua estratégia de política monetária, apontando para o fim do ciclo de subida das taxas mas, ao mesmo tempo, assinalando a sua intenção de manter as taxas em torno dos níveis atuais, que consideram suficientemente restritivos, durante um bom período de tempo. Consequentemente, e embora não tenham fechado a porta a novos ajustamentos, as taxas de juro oficiais poderão ter atingido o topo de um patamar onde, conforme as previsões implícitas nos mercados financeiros, permanecerão, pelo menos, durante grande parte de 2024.²

Dada a persistência de condições monetárias restritivas, e num contexto de fraca procura externa, é de esperar que economias como a dos EUA e a da Zona Euro mostrem pouco dinamismo nos próximos trimestres. Com efeito, a transmissão da restritividade monetária está a ser gradualmente filtrada para o conjunto da economia e já é visível na fraqueza da procura de crédito e na maior restritividade dos critérios de concessão de crédito, duas dinâmicas que explicam a deterioração do chamado “estímulo ao crédito” (ver o quinto gráfico).³

Não obstante, o cenário tem amortecedores, como a robustez do mercado de trabalho, graças aos quais o arrefecimento da atividade deverá materializar-se mais sob a forma de folga do que de contração.⁴ Assim, após os próximos trimestres de relativa estagnação, esperamos uma revigoração da economia mundial em 2024, impulsionada por uma recuperação do poder de compra das famílias (impulsionada pela queda da inflação e pelo aumento dos salários).⁵

2. O BCE já terá atingido este patamar em setembro, quando fixou as taxas *depo* e *refi* em 4,00% e 4,50%, respetivamente, enquanto a Fed poderá fazê-lo em novembro, quando esperamos que fixe a sua taxa diretora no intervalo 5,50%-5,75%.

3. Historicamente, este indicador tem estado bem correlacionado com a dinâmica do crédito e o crescimento do PIB. Ver o Focus «A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira avaliação» no IM06 /2023.

4. O nosso quadro de previsões para a Zona Euro, por exemplo, projeta taxas de PIB trimestrais homólogas de cerca de 0,0%-0,1% até ao primeiro trimestre de 2024.

5. A economia poderá também beneficiar de menos fatores adversos, como a crise de excesso de acumulação de existências que pesou sobre a indústria nos últimos trimestres.

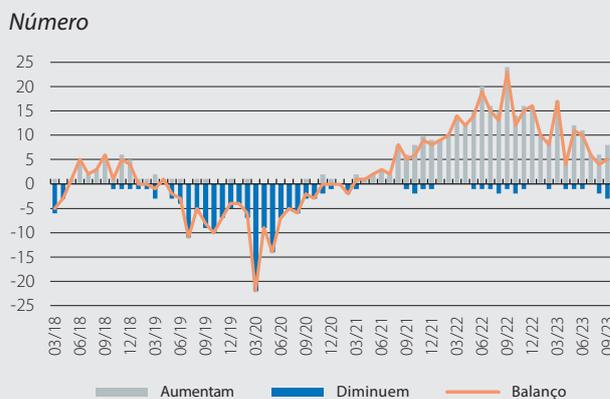
Inflação geral: momentum *



Nota: * O momentum é definido como a variação anualizada e corrigida de sazonalidade da média trimestral do IPC em relação aos três meses anteriores.

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

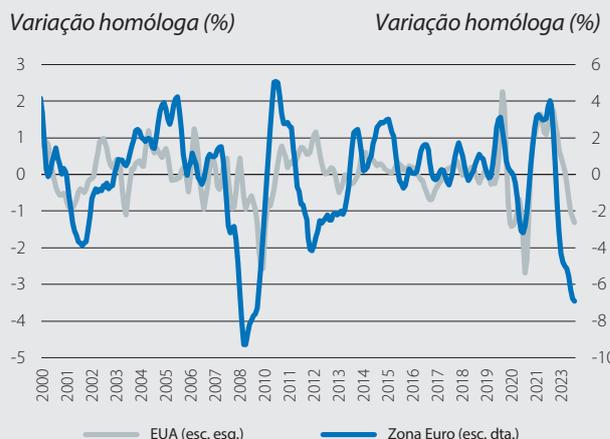
Bancos centrais que aumentam ou diminuem as taxas num determinado mês



Nota: A amostra é constituída por 35 bancos centrais da América do Norte, América do Sul, Europa, África, Ásia e Oceânia.

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

Estímulo ao crédito



Notas: O estímulo ao crédito é calculado como a variação do crédito em curso menos a sua variação no ano anterior (em percentagem do PIB nominal). As variações são cumulativas de três meses e o estímulo ao crédito que estamos a granular é suavizado com uma média móvel.

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

Uma primeira avaliação da vulnerabilidade externa dos emergentes

A maioria dos países emergentes apresenta, até ao momento, uma evolução económica e financeira melhor do que a prevista, tendo em conta a significativa contração das condições financeiras mundiais. Esta resiliência não deve, no entanto, levar-nos à complacência. As economias emergentes tendem a ser pressionadas pela valorização do dólar que, desde o início do ano, registou uma apreciação de cerca de 3% em relação a um vasto conjunto de moedas.

A este propósito, estimativas recentes do FMI indicam que uma apreciação de 10% do dólar, em termos nominais efetivos, provoca um declínio do PIB real nestes países de 1,9% dois trimestres depois (face a 0,5% nos países avançados) e a recuperação do crescimento perdido demora cerca de 10 trimestres nas economias emergentes (face a três nas desenvolvidas).¹ No entanto, a própria agência salienta que o impacto do aumento da aversão global ao risco não é igual em todos os países e que a experiência passada revela

que os mais afetados foram, sobretudo, as economias com uma posição externa mais frágil, caracterizada por défices muito elevados e recorrentes da balança corrente, elevados níveis de dívida externa e/ou excessiva dependência do financiamento da dívida de curto prazo.²

Monitor de Vulnerabilidade Externa

Neste contexto, elaborámos um monitor que mostra a posição externa dos principais países emergentes, salientando os seus pontos fracos. Não se destina a ser um modelo de avaliação do risco-país, nem um instrumento de atribuição de probabilidades de crises económicas ou financeiras, mas oferece pistas relevantes sobre a dependência de cada país em relação à poupança externa (e, conseqüentemente, o seu grau de vulnerabilidade relativa) com base numa série de variáveis comuns a todos eles. A classificação da China em 10º lugar num total de 21 não significa, por exemplo,

Monitor de Vulnerabilidade Externa

2023	Balança corrente	Dívida externa	Dívida externa c/p	Dívida externa c/p	Entradas IDE	Prémio de risco sobre a dívida externa emitida em dólares	Ranking de vulnerabilidade externa (*) (**)				
	(% do PIB)	(% do PIB)	(% de dívida externa)	(% de reservas)	(% do PIB)	(%)	2023	2018	2008	2007	2001
Turquia	-4,8	44,9	32,6	227,0	0,5	5,6	1	1	4	4	3
Argentina	-2,5	49,2	16,5	184,6	1,5	20,2	2	2	7	5	1
Malásia	2,1	64,6	41,8	100,4	1,6	0,3	3	3	5	9	15
Hungria	-1,3	82,0	9,8	48,6	-0,8	4,0	4	5	1	1	8
Chile	-1,6	70,6	8,5	52,3	3,6	1,4	5	6	6	7	10
Egito	-2,6	45,8	9,5	62,3	2,0	7,0	6	14	20	21	19
África do Sul	-2,6	47,5	15,9	53,6	0,6	3,7	7	4	3	3	2
Colômbia	-4,4	54,3	13,4	44,5	2,6	4,2	8	10	13	14	14
Tailândia	0,3	39,9	37,1	37,7	-1,9	1,5	9	9	8	6	9
China	1,5	13,7	53,0	45,0	-0,5	1,3	10	8	15	12	17
Polónia	1,1	48,3	15,4	38,1	2,4	0,2	11	7	2	2	12
Marrocos	-0,3	47,5	14,0	27,7	1,0	3,0	12	13	19	18	16
Indonésia	-0,5	29,6	11,9	35,0	1,1	1,5	13	11	9	10	4
México	-0,7	31,1	10,7	30,8	2,2	1,6	14	12	12	13	18
Índia	-1,6	17,9	20,8	23,8	0,7	1,5	15	15	11	15	21
Rússia	2,2	28,3	15,0	18,3	-1,0	2,9	16	20	14	11	6
Brasil	-1,7	26,2	12,4	20,1	2,1	2,6	17	18	18	17	11
Filipinas	-3,7	24,1	14,0	18,1	0,8	0,7	18	17	10	8	5
Peru	-2,0	33,0	-	-	3,3	2,1	19	19	16	16	13
Argélia	2,2	28,3	21,6	2,5	0,5	4,8	20	16	17	20	20
Arábia Saudita	4,2	20,6	19,8	10,1	-0,8	-	21	21	21	19	7

Notas: * O ranking de vulnerabilidade dá uma posição em função do valor médio das variáveis incluídas no quadro para cada país: A classificação 1 corresponde à média mais elevada (maior vulnerabilidade externa) e a classificação 21 à média mais baixa (menor vulnerabilidade externa).

** As datas de comparação correspondem aos anos em que os principais países emergentes registaram grandes crises financeiras, quer devido a riscos idiossincráticos, como desvalorizações cambiais ou mudanças de governo, quer em resultado de grandes alterações da política monetária nas economias avançadas.

Fonte: BPI Research, com base em dados de Oxford Economics, via Refinitiv.

1. Ver FMI (julho de 2023). External Sector Report: «External Rebalancing in Turbulent Enganes».

2. Ver FMI (junho de 2017). «Assessing Country Risk: Selected Approaches».

que o monitor esteja a atribuir uma «má nota» à sua posição financeira externa; indica simplesmente que há variáveis que estão numa posição menos favorável do que no resto dos países considerados. Com efeito, o relatório do FMI sobre o sector externo coloca a China no grupo de economias com uma posição externa compatível com os seus fundamentos a médio prazo.³

A variável tradicional para determinar a necessidade (ou capacidade) de financiamento de uma economia é a balança corrente:⁴ se a sua balança for negativa, o país paga mais ao estrangeiro do que recebe, e o contrário se for positiva. Ou seja, a poupança interna não cobre as necessidades de investimento do país. No entanto, o sinal do balanço, *por si só*, não é conclusivo e pode refletir situações muito diferentes. A Turquia e a Colômbia, por exemplo, têm grandes défices da balança corrente, mas a avaliação da sua vulnerabilidade externa é muito diferente.

Efetivamente, para compreender a fragilidade da posição externa de um país, é também necessário ter em conta a situação económica de cada país, juntamente com outras variáveis que captam as suas ligações financeiras com outros países. Neste sentido, é relevante conhecer o nível de dívida externa que um país acumula, entendida como o montante da sua dívida (soberana e privada) em mãos estrangeiras, expressa em dólares e em termos de PIB. Quanto mais elevado for este rácio, mais vulnerável é o país a uma mudança no sentimento dos investidores estrangeiros, dado que as saídas de capital podem pôr em causa a sua capacidade de cumprir as obrigações já assumidas perante os seus credores, bem como enfraquecer a taxa de câmbio da moeda local. Analogamente, estes receios serão tanto maiores quanto maior for a percentagem desta dívida que se vence a curto prazo e quanto maior for a sua proporção em termos de reservas em moeda estrangeira.

Mais uma variável que traduz bem a evolução do sentimento dos investidores é o prémio de risco soberano, entendido como a rendibilidade «extra» que os investidores exigem em emissões denominadas em dólares pelo país em estudo relativamente a uma emissão de maturidade semelhante pelo Tesouro dos EUA. Por último, consideramos o investimento direto estrangeiro (IDE), em termos do PIB, visto que fornece informação sobre o comportamento de uma fonte de financiamento a médio e longo prazo, menos volátil face a episódios de instabilidade financeira, o que contribui para reduzir a vulnerabilidade externa.

Que informações nos fornece o monitor?

No topo do *ranking* estão os «suspeitos do costume». Por outras palavras, países em que os desequilíbrios económicos e financeiros se tornaram crónicos nos últimos 20 anos, em resultado de políticas económicas ineficazes, com governos instáveis que têm uma elevada propensão para o endividamento e para a intervenção nos mercados cambiais. Resumidamente, fatores que reduziram a notação de

3. O FMI prevê que a posição externa esteja em consonância com os princípios fundamentais a médio prazo, o que inclui reformas estruturais e orçamentais, bem como uma maior flexibilidade da taxa de câmbio da moeda local para ajudar a economia a absorver os choques externos.

4. A balança corrente inclui todas as transações de um país com o exterior, num determinado período, resultantes da troca de bens e serviços (balança comercial), do recebimento ou pagamento de dividendos de investimentos (balança de rendimentos) e de transferências.

crédito destes países e agravaram a sua vulnerabilidade externa, sendo a Turquia e a Argentina os mais proeminentes. Em ambos os casos, as suas moedas sofreram uma desvalorização de 30% e 50%, respetivamente, em relação ao dólar, até à data este ano. A Malásia é um caso particular, pois apesar de historicamente ter uma balança corrente excedentária,⁵ nos últimos anos a sua dívida externa aumentou acentuadamente, atingindo a curto prazo níveis que mal poderiam ser cobertos pelas reservas cambiais existentes. Consequentemente, a sua moeda está no ponto mais fraco da história em relação ao dólar. Todavia, o país continua a gozar da confiança dos investidores estrangeiros (os fluxos de IDE aumentaram nos últimos anos) e as principais agências de *rating* atribuem-lhe a classificação mais elevada na categoria «grau de investimento».

Depois, os cinco primeiros lugares do *ranking* são ocupados por países cuja dívida de curto prazo ultrapassa 50% do seu nível de reservas, um limiar que alerta para um risco elevado de incumprimento da dívida externa, pressionando em alta os prémios exigidos pelos investidores, um aumento que será tanto mais intenso quanto pior for a notação de crédito do país.

E, em terceiro lugar, vários dos países no topo do *ranking* receberam algum tipo de assistência financeira do FMI desde a pandemia, como a Argentina, o Egito e a África do Sul, o que sublinha a fragilidade das suas posições externas e os seus problemas de acesso aos mercados de capitais internacionais.

Além disso, se analisarmos a posição no *ranking* em diferentes momentos, podem ser observadas alterações positivas nos países que realizaram reformas de consolidação orçamental de grande envergadura (como a Arábia Saudita), que beneficiaram das receitas das exportações de matérias-primas (como o Brasil e Angola) ou que reduziram a sua vulnerabilidade cambial através do aumento da emissão de dívida em moeda local (como a Rússia).

Resumindo, este controlo fornece informações relevantes sobre a vulnerabilidade externa estrutural de vários países. Esta não é, no entanto, a única fonte potencial de instabilidade financeira num país e há outros fatores que também fornecem informações sobre a fragilidade de um país, os riscos geopolíticos e o aumento dos preços das matérias-primas, entre outros. Também não podemos ignorar o aumento acentuado do nível de endividamento, tanto a nível mundial como nos mercados emergentes. Efetivamente, mesmo o FMI alerta para o facto de que quase 20% das economias emergentes têm obrigações soberanas negociadas em condições desfavoráveis (moedas muito fracas face ao dólar, prémios de risco muito elevados e dificuldades de acesso aos mercados internacionais de capitais) e que mais de metade dos países de baixo rendimento estão sobreendividados ou expostos a um risco muito elevado de sobreendividamento.⁶ Mas esta questão é suficientemente relevante para ser tratada noutra relatório.

6. O rácio do excedente da balança corrente diminuiu quase 14 p.p. desde 2008, devido ao impacto negativo nas exportações da Malásia (fortemente centradas nas matérias-primas) da queda da procura mundial na sequência das sucessivas crises dos últimos anos e da descida dos preços dos *commodities*.

6. Ver FMI (13 de setembro de 2023). «A dívida global retoma a sua tendência ascendente».

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,25	25	200,0	450,0
Euribor 3 meses	3,95	3,80	16	182,0	412,8
Euribor 12 meses	4,23	4,10	13	93,7	326,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,69	3,54	15	109,1	330,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,20	2,98	23	43,9	268,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,84	2,47	37	26,8	160,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,93	3,48	45	27,0	165,9
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,60	3,19	41	1,7	133,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	100,0	375,0
Libor 3 meses	5,66	5,66	-1	89,0	336,4
Dívida pública a 1 ano	5,45	5,38	6	76,2	278,8
Dívida pública a 2 anos	5,04	4,86	18	61,8	221,1
Dívida pública a 10 anos	4,57	4,11	46	69,6	169,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	80	70	10	-10,4	-40,1
Itraxx Financeiro Sénior	91	81	9	-8,6	-41,2
Itraxx Financeiro Subordinado	166	148	18	-6,5	-85,8

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,057	1,084	-2,5	-1,2	1,5
EUR/JPY (ienes por euro)	157,950	157,820	0,1	12,5	12,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,856	1,3	-2,1	0,6
USD/JPY (ienes por dólar)	149,370	145,540	2,6	13,9	10,5

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	548,6	552,8	-0,8	-1,1	-7,0
Brent (\$/barril)	95,3	86,9	9,7	10,9	2,5
Ouro (\$/onça)	1.848,6	1.940,2	-4,7	1,3	2,1

Rendimento variável

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.288,1	4.507,7	-4,9	11,7	12,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.174,7	4.297,1	-2,8	10,0	21,1
Ibex 35 (Espanha)	9.428,0	9.505,9	-0,8	14,6	15,3
PSI 20 (Portugal)	6.090,3	6.174,0	-1,4	6,4	0,6
Nikkei 225 (Japão)	31.857,6	32.619,3	-2,3	22,1	22,8
MSCI emergentes	952,8	980,3	-2,8	-0,4	-4,0

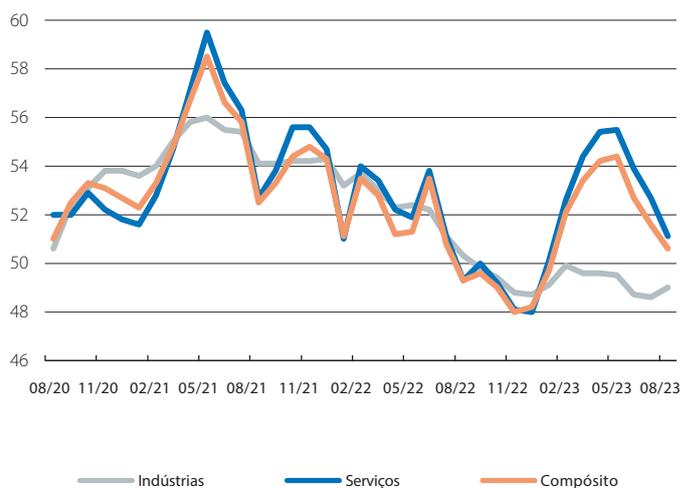
Um final de ano com mais dúvidas do que certezas na economia internacional

O crescimento global para 2023 foi revisto em alta para 3,0%, e reduzido em 2024 para 2,9%. As perspectivas macroeconômicas das economias desenvolvidas continuarão a ser pressionadas por condições monetárias mais restritivas, agravadas pelo impacto de políticas orçamentais menos expansionistas. Assim, reduzimos as perspectivas de crescimento para a Zona Euro em 2023 e 2024 para 0,5% e 0,7% (-0,3 p.p. em ambos os casos), o que contrasta com as perspectivas mais otimistas para a economia dos EUA, cuja expectativa de crescimento é agora de 2,0% em 2023 (+0,3 p.p.) e 0,8% em 2024 (+0,3 p.p.). Nos países emergentes, a principal revisão em baixa das previsões de crescimento diz respeito à China (-0,5 p.p. para 5,2% em 2023; e -0,3 p.p. para 4,6% em 2024), o que contrasta com um melhor desempenho de outras grandes economias emergentes, como o Brasil, a Rússia, a Índia, a África do Sul ou a Indonésia. De um modo geral, as previsões para os próximos trimestres apontam para um abrandamento do crescimento, enquanto a inflação deverá ser moderada em todos os sectores. Tudo isto num contexto de riscos, incluindo a incerteza quanto aos efeitos da política monetária e a persistência da inflação, as vulnerabilidades financeiras latentes em vários países e as preocupações quanto à recente «via protectionista» que poderá afetar os fluxos comerciais mundiais. Na mesma linha, a OCDE reviu em alta o crescimento global para 2023 em 0,3 p.p. para 3,0% e reduziu o de 2024 em 0,2 p.p. para 2,7%.

Verificou-se nos últimos meses um arrefecimento do crescimento global. Esta situação reflete-se no índice PMI global composto, que se situou em 50,6 pontos em agosto, o seu nível mais baixo desde janeiro (49,7 pontos), impulsionado sobretudo pela perda de fôlego do setor dos serviços, que acumula três meses consecutivos de descidas acentuadas, de 55,5 pontos em maio para 51,1 em agosto. Algumas grandes economias emergentes (como o Brasil, a Rússia, a Índia e a China) registaram recentemente melhorias no sector da indústria manufatureira. No entanto, a Zona Euro continua a revelar uma fraqueza particularmente visível e persistente. Com efeito, apesar da melhoria do PMI composto da Zona Euro em setembro, este permanece ainda na zona de contração (mais 0,5 pontos, para 47,2), sob a pressão da fragilidade do sector da indústria transformadora (-0,1 pontos, para 43,4) e da falta de dinamismo nos serviços (+0,8 pontos, para 48,7). As dificuldades do sector da indústria manufatureira da Europa também se refletem nos PMIs das suas duas maiores economias: no mês de setembro, em França, caiu para o valor mais baixo desde o início da pandemia (-1,8 pontos, para 44,2) e, na Alemanha, apesar da recuperação, continua a situar-se em território largamente contracionista (+0,5 pontos, para 39,6).

O cenário macroeconómico das economias avançadas continuará a ser marcado pelas dinâmicas (des)inflacionistas. Em agosto, a inflação global subiu para 3,7% (+0,5 p.p.) nos EUA, impulsionada pelos preços dos combustíveis, enquanto na Zona Euro, onde já estão disponíveis os dados de setembro, desceu para 4,3%. Em contrapartida, o ritmo de descida da inflação subjacente

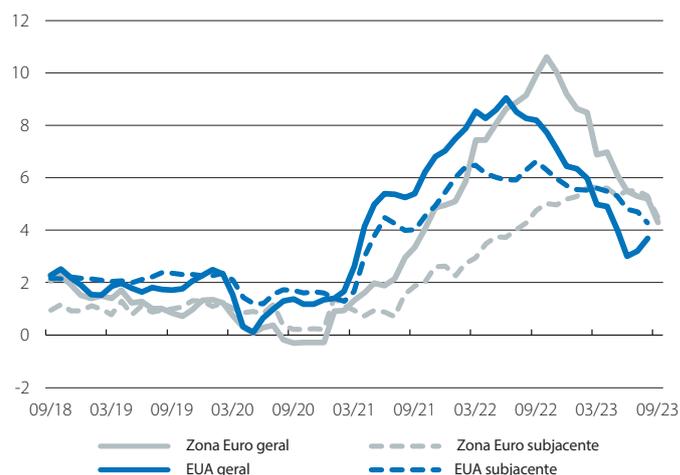
Global: PMI Índice



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

EUA e Zona Euro: IPC

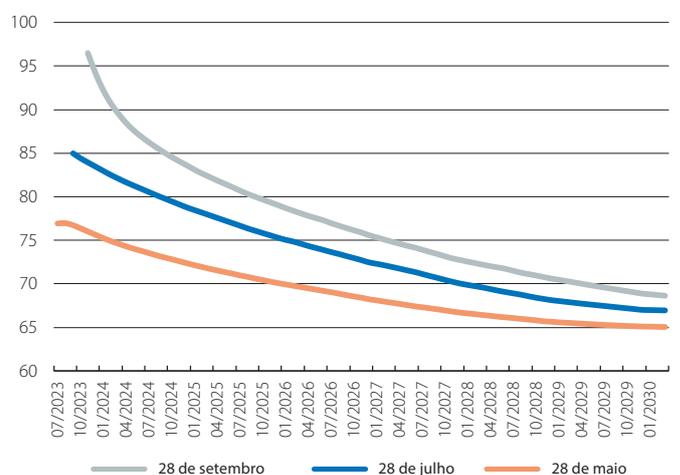
Variação homóloga



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

Futuros do preço do Brent

(Dólares por barril)



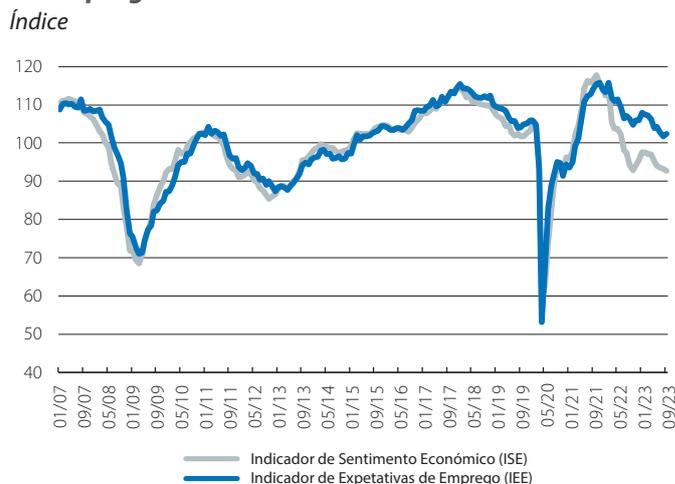
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

(que exclui a energia e os produtos alimentares) em ambos os lados do Atlântico, para 4,3% nos EUA e 4,5% na Zona Euro, sugere que os bancos centrais continuarão a não ter descanso. Além dos riscos de uma inflação persistente e do ressurgimento de efeitos de segunda ordem, existem receios quanto aos efeitos do aumento dos preços do crude. O petróleo Brent subiu 30% desde o final de maio, para cerca de 95 dólares por barril. Esta recente retração do mercado, justificada por uma deterioração acentuada das condições de oferta e por uma procura mundial de crude mais resistente do que o previsto atendendo às condições macroeconómicas, reflete-se igualmente numa perspetiva de preços a médio prazo substancialmente mais elevada do que a observada antes do verão.

A dualidade entre o mercado de trabalho e outros dados macroeconómicos persiste à medida que a atenção se volta para a política orçamental. O Índice de Sentimento Económico (ISE) da Comissão Europeia para a UE caiu para 92,8 pontos (contra uma média histórica de 100 pontos), um novo mínimo desde agosto de 2020, sublinhando a fraqueza da economia europeia no seu conjunto. Contudo, o Índice de Expetativas de Emprego (IEE) manteve-se significativamente mais elevado, nomeadamente em cerca de 10 pontos no último ano (em comparação com quase zero no período pré-pandémico). Nos últimos meses, porém, partilhou a mesma tendência descendente do ISE, que se situou em 102,4 em setembro. A economia continuará, por outro lado, a ser condicionada pela política orçamental, uma vez que os Estados-Membros terão de começar a normalizar as suas políticas orçamentais, tendo em conta o relançamento das regras orçamentais europeias em 2024. Concretamente, enquanto prosseguem as negociações entre os Estados-Membros, espera-se que o novo quadro orçamental europeu mantenha os objetivos orçamentais existentes (como o objetivo de 3,0% para o défice), mas que ofereça um maior controlo a nível nacional sobre a forma de atingir esses objetivos, por exemplo, através do desenvolvimento de planos plurianuais.

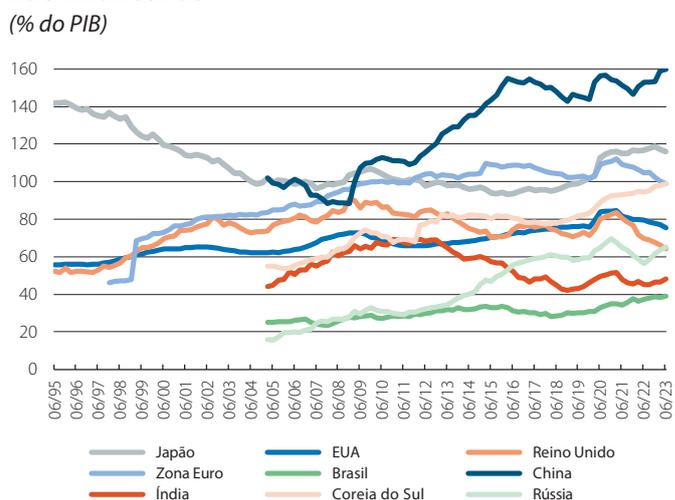
Se o desempenho da BRICS foi uma das boas surpresas dos últimos meses, a China ainda tem algum trabalho a fazer. As consequências da saída da pandemia são particularmente difíceis para o gigante asiático, que acumula desafios estruturais e «cicatrizes económicas» da pandemia. A dívida das empresas não financeiras atingiu um novo máximo de 160% do PIB, concentrando-se em especial em sectores como o imobiliário e os veículos de financiamento da administração local. No entanto, o desempenho «estelar» das exportações chinesas durante a pandemia está a ser invertido à medida que as tensões geoeconómicas se acumulam e o consumo interno não está a descolar, apesar das poupanças acumuladas por muitas famílias durante os anos da pandemia. Contudo, nem tudo são más notícias. Em agosto, os dados foram melhores do que o esperado, com o crescimento da produção industrial (+4,5%), que foi superior ao esperado (+4,5% vs. 3,7% em julho) e as vendas retalhistas (+4,6% vs. 2,5% em julho). Esta melhoria deve-se em parte à intervenção das autoridades chinesas, por um lado, com a flexibilização da política monetária e a implementação da «máquina fiscal». A recente flexibilização da regulamentação do sector imobiliário deverá, por outro lado, ajudar a sustentar o sector nos próximos meses. Mesmo assim, a falta de confiança dos investidores e dos consumidores na China continuará a exercer pressão sobre as perspetivas económicas a médio prazo do país.

Zona Euro: sentimento económico e expetativas de emprego



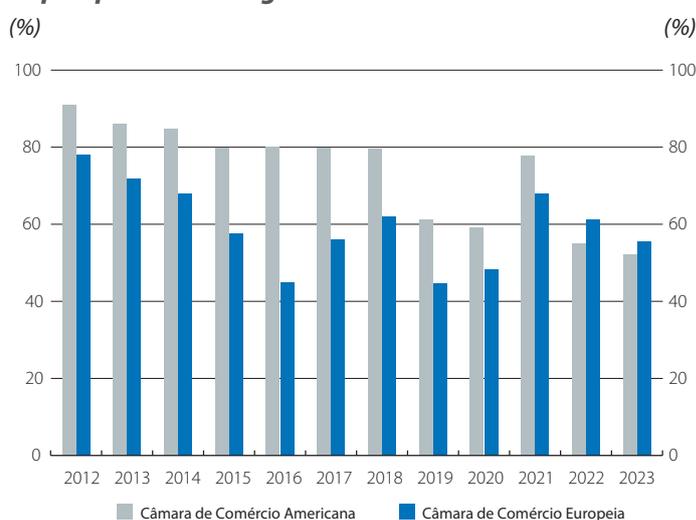
Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

Global: dívida empresarial de instituições não financeiras



Fonte: BPI Research, com base em dados do Institute of International Finance.

Proporção de empresas que estão otimistas quanto às perspetivas de negócio na China



Fonte: Capital Economics.

EUA: a recessão que nunca chega

No passado mês de fevereiro, escrevemos que era de esperar um arrefecimento da atividade económica nos EUA em 2023, como a maioria dos analistas também esperava. A incerteza residia no grau de intensidade deste arrefecimento, que designamos por aterragem suave ou dura (*soft* ou *hard landing*). Mas o que vemos até agora este ano é uma economia que continua a crescer com uma força invulgar neste ambiente de taxas de juro elevadas. Consequentemente, os analistas começaram a rever em baixa a probabilidade que atribuem a uma recessão de um ano nos EUA (ver o primeiro gráfico). Além disso, os últimos indicadores económicos apontam para um ritmo sólido de crescimento do PIB também no terceiro trimestre, entre 0,5% em termos trimestrais, segundo a *nowcasting* da Fed de Nova Iorque, e 1,3%, segundo a da Fed de Atlanta.

Os argumentos a favor de uma recessão

Não surpreende que o aperto monetário da Fed desde o início de 2022 tenha como objetivo arrefecer uma economia que estava a dar sinais de sobreaquecimento (especialmente visível na subida da inflação). Os fatores relacionados com a pandemia que conduziram a este desequilíbrio entre a oferta e a procura agregadas foram, desde então, regularizados (por exemplo, estrangulamentos nas cadeias de abastecimento mundiais, poupança reprimida, alterações nos padrões de consumo de bens e serviços) e ajudaram a provocar uma descida da inflação e uma moderação em muitos indicadores económicos. Contudo, os desfasamentos com que a política monetária normalmente afeta a economia sugerem que ainda há margem para arrefecimento nos próximos trimestres.¹ Um dos principais canais que é afetado pelas subidas das taxas do banco central é o canal das condições financeiras e de crédito. Como descrevemos num artigo anterior,² os critérios de concessão de crédito tornaram-se mais rigorosos, como pretendido pela Reserva Federal, e, ao mesmo tempo, a procura de crédito também enfraqueceu. Efetivamente, as nossas estimativas apontavam para uma maior restritividade das condições de crédito que estaria associada a uma quebra de 0,7 p. p. na atividade.

Há também uma série de sinais que, quando acionados, têm historicamente antecipado futuras recessões. Entre os mais proeminentes está a inversão da curva de rendimentos soberanos. Há mais de 300 dias que o diferencial entre o *Treasury* a 10 anos e o *Treasury* a 3 meses, que his-

1. Milton Friedman afirmou que «a política monetária influencia a economia com desfasamentos variáveis e incertos». As estimativas sugerem que estes desfasamentos podem situar-se entre 6 e 12 trimestres.

2. Ver o Focus «A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira avaliação» no IM06 /2023.

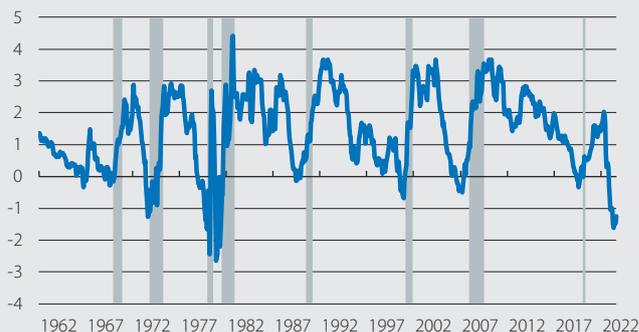
EUA: probabilidade de recessão segundo o consenso dos analistas da Bloomberg



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

EUA: recessões e a inclinação da curva das taxas de juro

(p. p.)



Notas: As áreas sombreadas indicam períodos de recessão de acordo com o NBER. A inclinação da curva (linha azul) representa o diferencial entre a taxa da dívida a 10 anos e a 3 meses.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg e do NBER.

toricamente tem sido o melhor indicador de recessões, se inverteu. Com efeito, conforme o nosso modelo, a atual inversão da curva tem associada uma probabilidade de recessão que oscila entre 70% e 80%, consoante a especificação utilizada.³

O que é que sustenta a economia americana?

Se tudo aponta para que a economia dos EUA deveria estar a contrair-se (ou a fazê-lo em breve), o que impede esse cenário? Em primeiro lugar, podemos responder a esta pergunta examinando o PIB sob diferentes prismas. Se analisarmos o PIB do lado da procura, verificamos que o consumo público tem sido um importante amortecedor da atividade, com aumentos trimestrais de 1%, em média, nos últimos quatro trimestres, o mesmo que o investi-

3. Ver o Focus «Sobre a probabilidade de uma recessão nos EUA» na IM05/2018.

mento não residencial. O consumo privado, que é normalmente o principal motor da economia, cresceu em linha com o PIB, com uma média de 0,6% em termos trimestrais, enquanto o sector externo deu um contributo bastante mais modesto para o crescimento do PIB. A componente que pesou no crescimento do PIB foi o investimento residencial, que caiu durante nove trimestres consecutivos (-22% acumulado). Em contrapartida, se considerarmos o PIB do lado da oferta e analisarmos o valor acrescentado que os diferentes sectores proporcionaram, as artes e o lazer, a informação e a indústria extrativa destacam-se positivamente. Em sentido negativo estão as finanças e os seguros, a indústria manufatureira e a construção, que representam 19%, 11% e 3%, respetivamente, da produção total e que estão estagnadas ou em declínio há quatro trimestres.

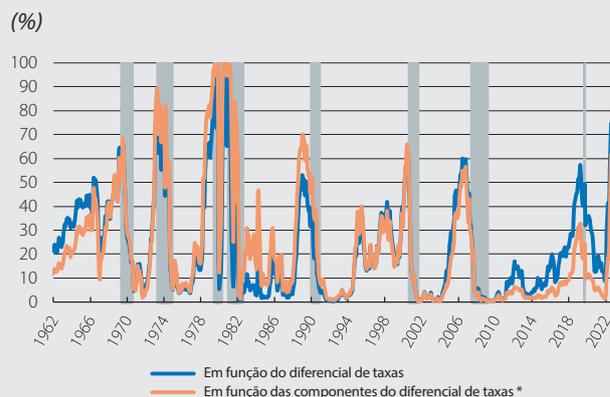
E para confundir ainda mais... sinais contraditórios no mercado de trabalho e no sector imobiliário

Um indicador que também sugere que a economia dos EUA está de boa saúde é o mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a situar-se em 3,8% e o rácio entre ofertas de emprego e desempregados em 1,4 (com uma média histórica de 0,7). No entanto, também já encontramos vários sinais de normalização, como a criação mensal de emprego, que se situa em 150.000 trabalhadores na média dos últimos três meses, bem abaixo dos 400.000 médios em 2022, e até um pouco abaixo da média entre 2015 e 2019 (190.000). Se analisarmos os sectores que contribuem para a criação de emprego, verificamos que a educação e a saúde, com um peso de 16% da população ativa, contribuem em mais de 50% para a criação de novos empregos. Este facto é notável, visto que a educação e a saúde não são sectores cuja dinâmica seja o melhor termómetro do ciclo económico. Os outros sectores, como a indústria manufatureira, as profissões liberais e as empresas ou a restauração e o lazer, poderão ser mais indicativos da dinâmica e das tendências da procura de emprego.

Como já referimos, o sector imobiliário está em queda há nove trimestres consecutivos, primeiro devido à expectativa de uma política monetária mais restritiva e depois devido à sua confirmação. Nos últimos meses, porém, assiste-se a uma recuperação da sua atividade: o número de vendas e de novas licenças de construção começou a aumentar este verão e podem já estar a sair do marasmo em que se encontram desde o início de 2022, no que pode ser o início da recuperação do sector.

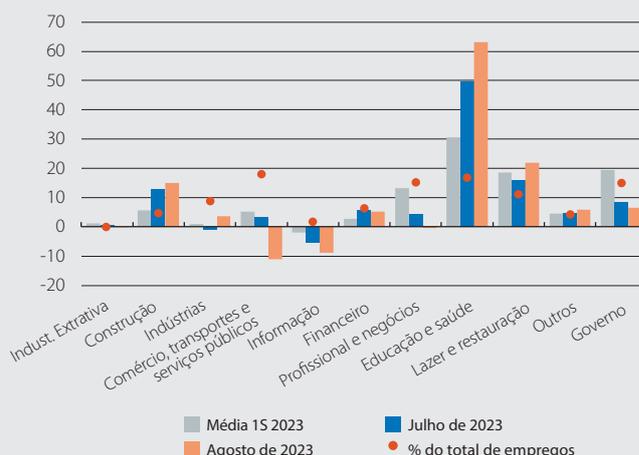
Com este cocktail de indicadores a apontar em direções opostas, a previsão do crescimento económico tornou-se uma tarefa ainda mais complexa. Em suma, acreditamos que assistiremos a um arrefecimento gradual da atividade, um *soft landing* que implicaria vários trimestres com a economia dos EUA próxima da estagnação.

EUA: probabilidade de recessão em função da curva de rendimentos



Notas: As áreas sombreadas indicam períodos de recessão de acordo com o NBER.
 * As componentes do diferencial de taxas são obtidas através de um modelo que separa a componente de expectativa de taxa pura e o prémio de prazo da taxa de juro observada. Ver Adrian, T., Crump, R. K. e Moench, E. (2013), «Pricing the term structure with delinear Regressions», *Journal of Financial Economics*.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg, da Reserva Federal de Nova Iorque e do NBER.

EUA: criação mensal de emprego por sector (% sobre o total)



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

Mudança de velocidade na economia chinesa: canais de transmissão

O percurso económico da China nas últimas décadas é marcado por múltiplos sucessos, com um rápido crescimento do PIB, uma redução acentuada da pobreza e a emergência do país como o maior exportador mundial de mercadorias. Contudo, o modelo de desenvolvimento económico da China, assente na força do sector externo e na rápida acumulação de capital, também gerou desequilíbrios, tais como uma rápida acumulação de dívida e uma dependência excessiva do sector imobiliário. Em contrapartida, a elevada quota de mercado global da China dificulta a expansão contínua das exportações, sobretudo num contexto de fragmentação geoeconómica. Também as autoridades chinesas parecem dispostas a aceitar um ritmo de crescimento mais lento, considerando a sua segurança económica como uma prioridade. Quais são as implicações deste novo ambiente macroeconómico para a China e quais são as ramificações globais?

Abrandamento da China e canais de transmissão a nível mundial

A «nova era» de crescimento na China implicará, indubitavelmente, um abrandamento significativo em relação às taxas de crescimento registadas nas últimas décadas. Por exemplo, entre 2000 e 2019, a China registou um crescimento médio de 9%. Mas estão a surgir vários ventos contrários. Além dos aspetos acima referidos, existem fatores demográficos; a dificuldade de reequilibrar a economia e de estimular o consumo interno como motor do crescimento; concorrência externa, em especial por parte de outras economias asiáticas emergentes; o recente «foco regulamentar» que atinge diretamente alguns sectores de elevado crescimento (como o das grandes tecnologias) e um aumento das tensões comerciais. Por conseguinte, o FMI prevê que o crescimento da China deverá convergir para 3% até ao final da presente década.

Não obstante uma transição gradual para um crescimento mais baixo e uma «aterragem forçada» agirem através de canais diferentes e terem implicações globais diferentes, estimativas recentes sugerem efeitos significativos de um abrandamento na China para a economia global em ambos os casos. A estimativa do BCE é de que, num cenário de abrandamento gradual do crescimento, cada 1 p. p. a menos de crescimento na China subtrairia entre 0,1 e 0,4 p. p. ao crescimento do PIB da Zona Euro.¹ Por sua vez, o Banco de Inglaterra estima que um abrandamento gradual do crescimento chinês produziria um impacto da mesma ordem de grandeza na economia do Reino Unido, enquanto uma «aterragem forçada» conduziria a uma redução de 1 p. p. do crescimento no ano de impacto, que poderia mesmo duplicar, caso essa aterragem tivesse um impacto signi-

1. Ver Dieppe, A. et al. (2018). «The transition of a China to sustainable growth — implications for the global economy and the euro area», ECB Occasional Paper n.º 206. As estimativas dos autores indicam que um abrandamento gradual do crescimento na China, em resultado da introdução de reformas estruturais mais ambiciosas por parte das autoridades para restabelecer o equilíbrio da economia (pressupondo um estímulo ao consumo e uma redução do rácio do investimento em relação ao PIB), conduziria a um menor crescimento na China a curto prazo (cerca de menos 1 p. p. por ano), levando a uma queda acumulada de 3,4% no nível do PIB chinês ao fim de três anos. Este choque teria um impacto negativo acumulado de 0,3% do PIB da Zona Euro, que poderia aumentar para 1,1%, dependendo da reação das autoridades chinesas e se a força dos vários mecanismos de transmissão se intensificasse.

Exportações para a China

(% das exportações totais de cada país)



Notas: No resto da Europa, estão incluídos os seguintes países: República Checa, Dinamarca, Hungria, Islândia, Noruega, Polónia, Suécia, Suíça, Turquia, Bielorrússia, Bulgária, Croácia, Roménia e Ucrânia. É utilizada a média entre 2015 e 2020 e apenas os países com exportações para a China superiores a 5% do total são incluídos no quadro.

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

ficativo nos mercados financeiros globais.² Em ambos os cenários, seriam ativados os canais tradicionais de transmissão a outras economias. Em contrapartida, os canais financeiros, cujo papel tem sido historicamente importante na transmissão de choques internacionais, seriam ativados. De forma direta, e apesar da dimensão da China na economia mundial, o seu sistema financeiro ainda não está altamente integrado no sistema financeiro mundial.³ No entanto, os canais financeiros indiretos poderão ser mais importantes, através de um aumento da perceção de risco dos investidores e da deterioração das perspetivas de lucro de muitas grandes empresas para as quais o mercado chinês representa uma importante fonte de receitas.

Um outro canal de transmissão inclui os mercados de *commodities*, em que a China representa uma fração significativa da produção e do consumo mundiais de algumas matérias primas e uma menor procura poderia ter um impacto substancial nos preços. Em relação aos países importadores líquidos de *commodities*, como a Zona Euro, este efeito poderia compensar parcialmente os impactos negativos

2. Ver Gilhooly, R. et al. (2018). «From Middle Kingdom to United Kingdom», Bank of England Quarterly Bulletin (2T 2018). Este cenário de abrandamento gradual é estimado como um abrandamento de 2 p. p. no crescimento da China no primeiro ano e de 1 p. p. no segundo ano, o que reduz o nível do PIB chinês em 3% ao fim de três anos. Segundo este cenário, o nível do PIB do Reino Unido seria inferior em 0,5% no terceiro ano. Esta «aterragem forçada» pressupõe uma queda rápida de 8 p. p. do nível de crescimento da China no primeiro ano, que, apesar de uma recuperação a partir do segundo ano, produziria um nível 10% inferior do PIB da China no terceiro ano. Com este cenário, o nível do PIB do Reino Unido seria inferior em 1,4% a 2,8% ao fim de três anos, em função da ativação de canais globais de amplificação, como a agitação financeira e as correções acentuadas dos preços dos ativos e das moedas.

3. A quota-parte da China nos ativos e passivos externos mundiais está estimada em cerca de 5%. As relações bancárias da China com a maioria dos países são igualmente limitadas, com exceção das relações estreitas com o Reino Unido através de Hong Kong.

através de outros canais, impulsionando o consumo e produzindo simultaneamente um efeito desinflacionista.

Finalmente, um choque na economia chinesa afetaria o resto do mundo através dos fluxos comerciais internacionais e de uma redução da procura externa da China. Uma primeira aproximação deste canal pode ser obtida com a exposição comercial direta à China. Tal inclui quase toda a região asiática, para a qual a China representa mais de 20% das exportações, e outros países geograficamente próximos, como a Austrália (40%). Nos EUA e na Zona Euro este valor aproxima-se dos 10%. Estas relações comerciais diretas indicariam um impacto relevante, embora limitado, mas há que acrescentar as relações indiretas, decorrentes do estatuto da China como segunda maior economia do mundo e da sua centralidade nas cadeias de valor globais.

Transmissão através do comércio internacional: o caso da Zona Euro

A este respeito, importa ter em conta que a Zona Euro está também diretamente exposta a países com elevada exposição à China, pelo que um abrandamento da economia chinesa teria repercussões, indiretamente através das ligações comerciais com estes países, na economia europeia. A título de exemplo, mais de 10% das exportações da Zona Euro destinam-se aos países da ASEAN, ao Japão, à Coreia do Sul, a Taiwan ou a Hong Kong, e todos estes, por sua vez, têm exposições diretas à China superiores a 20%. Por outro lado, quase metade das exportações totais da Zona Euro destinam-se aos EUA e ao resto da Europa e um abrandamento nestes países devido à diminuição das exportações para a China teria igualmente repercussões na Zona Euro.

Com o intuito de exemplificar o impacto total, incluindo os efeitos comerciais diretos e indiretos, analisamos dois cenários de abrandamento da economia chinesa: o de uma redução de 10% das importações provenientes da China e uma redução gradual de 2% por ano, ao longo de cinco anos. Neste primeiro cenário, o impacto direto nas exportações da Zona Euro é de -0,8%, explicado simplesmente pelo peso que as exportações para a China têm no bloco europeu. No entanto, consideramos que o impacto indireto é de 0,9%, o que elevaria o impacto total de uma queda de 10% nas importações chinesas para 1,8% das exportações europeias.

Por conseguinte, a tomada em consideração dos impactos indiretos mais do que duplica o impacto total do abrandamento chinês na economia europeia através do comércio internacional. Um exemplo concreto do exercício: uma queda de 10% nas importações da China levaria a uma queda de 2% nas exportações dos países da ASEAN, o que resultaria numa queda adicional de 0,08 p. p. nas exportações da Zona Euro.⁴ Por outro lado, embora a exposição dos EUA à China seja menor, os laços comerciais mais fortes da Zona Euro com a China fariam com que o impacto indireto adicional fosse aproximadamente o dobro, ou seja, 0,15 p. p.

O impacto em termos de PIB deve ser interpretado tendo em conta que parte das exportações brutas da Zona Euro incorpora bens e serviços intermédios importados de outros países.⁵ Desta forma, em termos globais, estima-

4. Partimos do princípio de que cada país reduziria as suas importações do resto do mundo na mesma proporção em que as suas exportações totais para a China foram reduzidas (não temos em conta o possível aumento para outros países ou regiões).

A exposição à China e o impacto de um abrandamento da China na Zona Euro

	Exposição da Zona Euro (%)	Exposição à China (%)	Estimativa do impacto nas exportações da Zona Euro (p. p.) Cenário de descida de 10%	Estimativa do impacto anual nas exportações da Zona Euro (p. p.) Cenário de abrandamento gradual
Impacto direto				
China	8,4	–	–0,84	–0,17
Impacto indireto				
Austrália	1,3	40,2	–0,05	–0,01
Taiwan	1,0	36,8	–0,04	–0,01
Coreia do Sul	2,0	31,1	–0,06	–0,01
Hong Kong	0,7	26,5	–0,02	0,00
Brasil	1,8	22,8	–0,04	–0,01
ASEAN	3,8	20,4	–0,08	–0,02
Japão	2,9	20,1	–0,06	–0,01
África do Sul	0,7	19,1	–0,01	0,00
Arábia Saudita	1,4	16,2	–0,02	0,00
Rússia	3,1	12,7	–0,04	–0,01
EUA	14,8	9,9	–0,15	–0,03
Resto da Europa *	25,2	9,9	–0,25	–0,05
Índia	2,1	7,2	–0,02	0,00
Canadá	1,8	6,3	–0,01	0,00
Reino Unido	11,5	5,0	–0,06	–0,01

Notas: O resto da Europa inclui os seguintes países: República Checa, Dinamarca, Hungria, Islândia, Noruega, Polónia, Suécia, Suíça, Turquia, Bielorrússia, Bulgária, Croácia, Roménia e Ucrânia. A exposição à Zona Euro é calculada como a percentagem das exportações da Zona Euro para cada país ou região. A exposição à China é calculada como a percentagem das exportações de cada país para a China. Os impactos indiretos devem ser lidos como uma soma, em p. p., dos impactos indiretos de um abrandamento da China nas exportações da Zona Euro, numa base país a país. O impacto total, em %, é a soma dos impactos direto e indireto. Não estão incluídos no quadro países como o Cazaquistão, o Paquistão, a Argentina, a Ucrânia ou o Egito, todos com exposições à China superiores a 5%, mas com uma exposição reduzida à Zona Euro (inferior a 1%).

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

mos que um abrandamento mais abrupto da China produziria um impacto, através de uma contração dos fluxos comerciais internacionais, de 0,7% no PIB da Zona Euro, enquanto um abrandamento gradual poderia produzir um impacto anual entre 0,1 e 0,2% no crescimento anual, valores consistentes com os intervalos sugeridos pelo BCE e pelo Banco de Inglaterra (dado que as nossas estimativas são parciais e os outros canais mencionados devem ser adicionados às mesmas).

Implicações globais de um abrandamento na China

Seja qual for o padrão do abrandamento asiático, a economia mundial sentirá os seus efeitos através de múltiplos canais de transmissão, que atuarão com diferentes intensidades consoante o tipo de choque. Além do que precede, a estimativa precisa da magnitude do impacto global depara-se com duas dificuldades adicionais: de um lado, a reação da política monetária e orçamental a um abrandamento da economia chinesa, tanto do lado da China como dos seus parceiros comerciais, é imprevisível. Em contrapartida, se esta for de facto uma «nova era» para a China, então o resto do mundo também estará em terreno incerto.

5. A OCDE indica que 18% do valor acrescentado das exportações europeias tem origem no estrangeiro. O peso relativo das exportações no PIB da Zona Euro é de 47%.

Quo vadis, globalização? (parte I): o longo abrandamento

Durante a última década, a discussão sobre a configuração e as consequências da globalização tornou-se muito visível e relevante, com muitos defensores de uma reformulação, seja para a limitar, inverter ou reconfigurar. No presente artigo e no seguinte, analisamos a trajetória destes debates e a saúde da globalização. Para tal, analisamos primeiro as tendências estruturais agregadas a mais longo prazo e, em seguida, passamos às evidências mais parciais e indicativas dos últimos dados disponíveis. Pretendemos desvendar as principais dinâmicas de um processo tão complexo e, naturalmente, global.

O abrandamento gradual da globalização...

A dimensão mais evidente do desenvolvimento da globalização económica desde a década de 1980 foi o *boom* do comércio mundial, que desde a crise financeira tem dado sinais de abrandamento, mas não de estagnação. Quanto ao comércio de mercadorias, o único para o qual existem dados em termos reais e um dos principais intervenientes na globalização até à data, o comércio de mercadorias atingiu um pico em termos de percentagem do PIB em 2008, após quase 25 anos de expansão formidável. É digno de nota o facto de este abrandamento ocorrer antes de o debate político sobre a globalização ter ganho proeminência, o que sugere que o abrandamento tem causas mais complexas e diversas.

... um processo diversificado por país, mas homogéneo em termos de produtos...

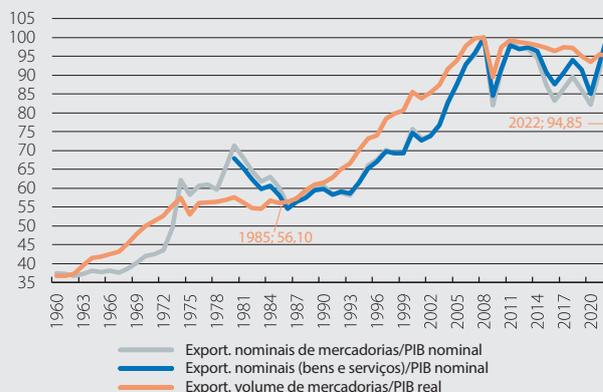
O abrandamento do comércio não é homogéneo nas principais economias do mundo, como seria de esperar num cenário de desglobalização «radical» (ou seja, de raiz). Os principais culpados entre as principais economias exportadoras seriam a normalização do crescimento na China (uma economia agora mais orientada para o consumo interno) e uma relativa estagnação do sector externo dos EUA. Esta importância reduzida do sector externo teria também facilitado uma desvinculação comercial relativamente indolor para estas economias, como se explica no próximo Focus.

De qualquer modo, o sector externo continua a ser muito relevante para economias como a UE e o Japão, onde as exportações em relação ao PIB continuaram a crescer. Todavia, a recente recuperação deste rácio poderá ser distorcida pelos efeitos da COVID, devido à alteração dos padrões de consumo e a um menor crescimento económico.

O panorama por produto é diferente e o abrandamento deve-se principalmente aos produtos manufaturados. Depois de ter sido o motor da globalização, na última década, as suas taxas de crescimento foram semelhantes às do PIB mundial a preços correntes, pelo que o seu peso relativo se estabilizou em cerca de 15% do PIB. As flutuações do peso das matérias primas, refletidas no rácio das

Evolução do rácio entre as exportações mundiais de mercadorias e o PIB mundial

Índice (100 = 2008 para cada série)



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMC e do Banco Mundial.

Evolução do rácio exportações de bens/PIB, por geografia

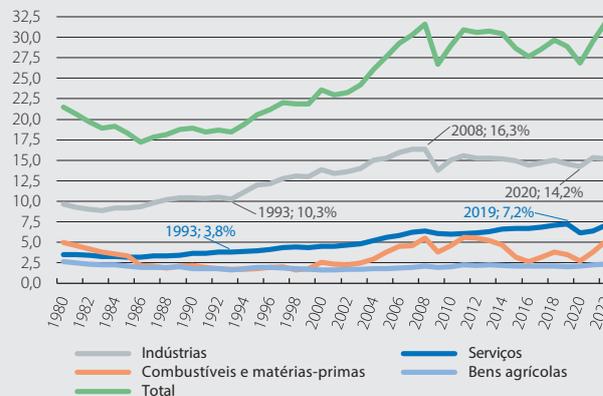
(% del PIB nominal)



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMC e do Banco Mundial.

Evolução do rácio exportações de bens e serviços/PIB

(% do PIB mundial em termos nominais)



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMC e do Banco Mundial.

exportações em relação ao PIB em termos nominais, mas não em termos reais, devem-se mais a variações de preço do que de volume, enquanto as exportações de serviços, que poderão constituir outro vetor de crescimento da globalização nos próximos anos, continuam a ganhar gradualmente importância.

...e em grande parte impulsionado pelo ambiente financeiro

O abrandamento do comércio da indústria manufatureira seria particularmente preocupante para a saúde da globalização se se devesse à dissociação das cadeias globais de valor (CGV). Como propõem alguns autores,¹ para avaliar a evolução e a extensão das CGV, podemos utilizar o rácio entre o valor acrescentado e a produção bruta, que adiciona o valor de todos os *inputs* intermédios ao valor acrescentado bruto. Por conseguinte, quando as empresas de um país se especializam e a produção se torna mais diversificada e deslocalizada, o rácio entre o valor acrescentado bruto nacional e a produção bruta diminui. Consequentemente, este rácio é inversamente proporcional à extensão, ou complexidade, das CGV.

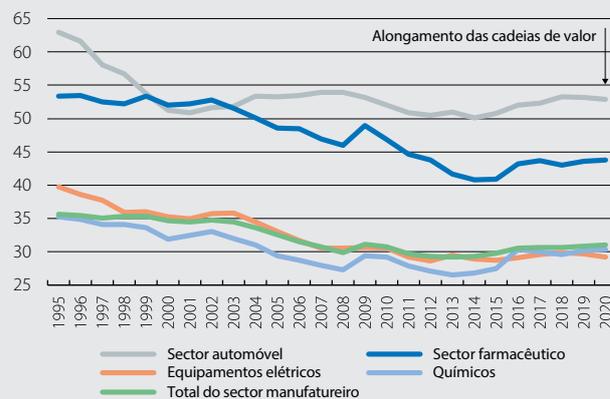
Ora, em termos globais agregados, tal como acontece com o comércio de mercadorias, a expansão das CGV atingiu um pico e manteve-se praticamente estável nos últimos 10 anos. Porém, também é difícil, nesta fase, vislumbrar uma inversão clara e generalizada. Como será apresentado no artigo seguinte, no entanto, começam a existir sinais concretos de fragmentação e deslocalização para economias relacionadas.

Em contrapartida, a evolução da conjuntura macrofinanceira parece estar a contribuir mais diretamente para o abrandamento do comércio da indústria manufatureira. Na opinião de vários autores,² o desenvolvimento das CGVs facilitou métodos de produção – como o famigerado *just-in-time* – que exigiam investimentos e financiamentos correntes muito elevados. A deslocalização de uma cadeia de produção acarreta para qualquer empresa um ativo circulante mais elevado (o que se encontra em trânsito num dado momento entre as diferentes etapas do processo) e, por conseguinte, um custo financeiro mais elevado, que aumenta, de facto, com cada nova etapa de deslocalização da produção.³ Por todas estas razões, o desenvolvimento das CGV dependeu estreitamente das condições financeiras mundiais e, por conseguinte, da força do dólar americano (USD).

1. Ver Richard Baldwin (2022). «Globotics and Macroeconomics: Globalisation and Automation of the Service Setor». BCE. Forum on Central Banking 2022.
 2. Ver Bruno, V. e Shin, H. S. (2021). «Dollar and Exports». CEPR Discussion Papers 16311.
 3. Ver Kim, S. e Shin, H. S. (2023). «Theory of supply chains: a working capital approach». BIS Working Papers 1070, Bank for International Settlements.

Desenvolvimento da cadeia de valor, por sector, para o mundo no seu conjunto

Valor acrescentado/produção bruta de cada sector industrial (%)



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

Exportações mundiais de bens/PIB e desempenho do dólar

Índice (100 = 2008) Índice, inverso



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMC, do Banco Mundial e da Bloomberg.

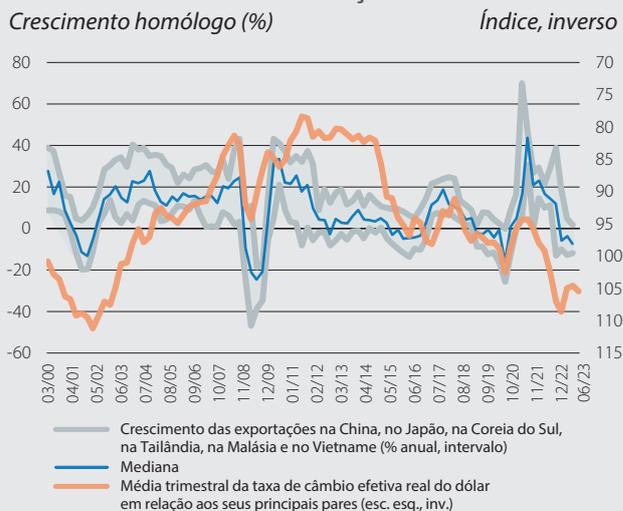
Portanto, mesmo que um dólar valorizado possa tornar as importações dos EUA mais baratas, tornaria mais difícil o financiamento de processos complexos de produção e exportação no resto do mundo, dificultando assim o comércio global. Efetivamente, desde o início da década de 2000, a força do dólar americano e o dinamismo do comércio mundial de mercadorias têm revelado uma elevada correlação.

Tal correlação é também observada nas exportações das principais economias asiáticas, pelo que a recente valorização do dólar face às suas moedas, decorrente de expectativas de taxas de juro mais elevadas face à resiliência da economia norte-americana, poderá constituir um entrave ao comércio internacional no resto do ano.

A globalização do comércio tem vindo a mostrar sinais de abrandamento nos últimos 15 anos, embora não de forma generalizada entre os países. Para além disso, por enquanto e em termos agregados, não parece dever-se a um

encurtamento das CGV. Segundo alguns dos estudos acima citados, uma explicação potencial para esta tendência é o facto de a forte deslocalização da produção industrial para a Ásia ou para os países do antigo bloco soviético, impulsionada pela arbitragem oferecida por uma mão de obra instruída e com baixos salários, ter desaparecido. Tal pode ser explicado tanto pelo desenvolvimento económico destes países como pela maturidade do processo, o que faz com que as empresas reavaliem, após décadas de experiência, a conveniência e a rentabilidade do deslocalização de certas partes do processo de produção. No entanto, as condições financeiras, que apoiaram e encorajaram o processo no início do século, não foram tão favoráveis nos últimos anos, e menos ainda após as subidas das taxas de juro a partir de 2022.

Crescimento das exportações das principais economias asiáticas e evolução do dólar



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

Quo vadis, globalização? (parte II): a fragmentação da economia global

O comércio global mostra grande resiliência após a crise da COVID e até 2022, no âmbito de uma tendência de longo prazo de abrandamento. Conforme analisámos no anterior Focus, este abrandamento pode ser explicado como a maturação lógica de um longo processo de abertura do mercado, também afetado por uma maior restritividade das condições financeiras. Em ambos os casos, a tese de uma desglobalização de raiz é descartada. Neste segundo Focus, debruçamo-nos sobre os dados dos últimos meses que, embora ainda parciais, mas relevantes na medida em que afetam as principais economias, apontam para uma crescente fragmentação da globalização, que poderá ter efeitos diversos.

O sucesso da desvinculação dos EUA com a China

Embora não tão mediática como no passado, a guerra comercial entre a China e os EUA continua, como o demonstram os elevados direitos aduaneiros mantidos por ambas as economias contra a outra.¹ Além disso, parece que a política de desconexão dos EUA com a China está a atingir os seus propósitos, ao reduzir o défice comercial com a China em termos de PIB, enquanto a mesma está a perder uma parte significativa do mercado das importações dos EUA a favor dos principais parceiros comerciais americanos, nomeadamente o México.

Também não parece haver uma repercussão comercial, em que as exportações chinesas procurem rotas alternativas para contornar os direitos aduaneiros, ou uma deslocalização das empresas chinesas. Embora para a Índia ou o Vietname o valor dos produtos que importam da China tenha aumentado mais do que as suas exportações para os EUA, o mesmo não acontece com o México, o Canadá, Taiwan ou a Zona Euro. Relativamente ao IDE, os volumes de investimento chinês nestas economias também ainda não igualam os dos parceiros comerciais mais próximos.

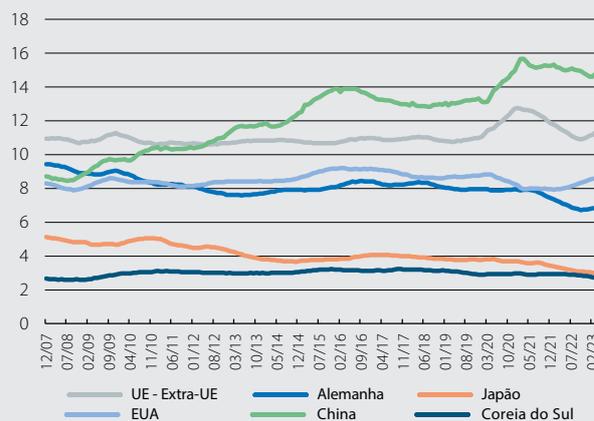
Em contrapartida, os EUA não só estão a mudar de fornecedores, como também, como vários estudos recentes indicam, o país está a conseguir deslocalizar parte da produção anteriormente externalizada para a China para parceiros com os mesmos interesses, como o México e o Vietname, ou mesmo para os próprios EUA.²

1. Ver Bown, C. P. e Kolb, M., (2023). «Trump's Trade War Timeline: An up-to-date guide. Peterson Institute for International Economics».
 2. Ver Alfaro, L. e Chor, D. (2023). «Global Supply Chains: The Looming «Great Reallocation»». National Bureau of Economic Research, n.º w31661.

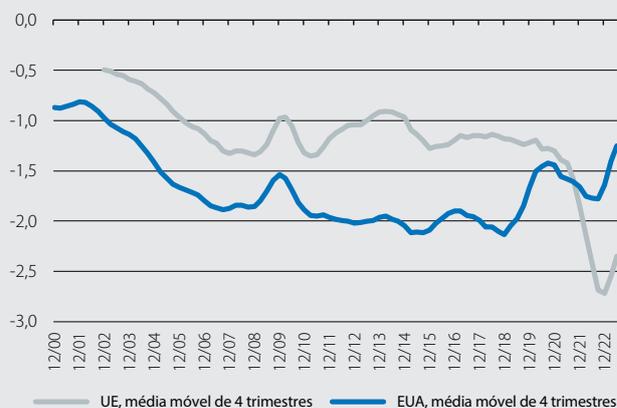
Varição na quota das importações dos EUA, por país (p.p.)



Percentagem das exportações mundiais, por país (% das exportações globais, soma móvel de 12 meses)



Balança comercial de mercadorias com a China (% do PIB)



Um processo com pouco impacto em ambas as economias

Enquanto os dois principais partidos políticos dos EUA partilharem o objetivo de se desligarem da China, é de esperar que se aprofunde e aumente a tendência para a fragmentação da economia global. Acresce que, até à data, a desconexão não está a prejudicar o crescimento económico dos EUA nem os seus exportadores, que não perderam quota de comércio mundial, ao contrário dos alemães ou dos japoneses.

A China, por outro lado, perdeu quota de mercado global desde a sua recuperação no primeiro ano da pandemia, embora ainda esteja acima da sua quota em 2018, e o impacto da sua reabertura pós-COVID continua por ver. O país evitou um impacto significativo da guerra comercial com os EUA substituindo o mercado americano pelo mercado europeu. De facto, relativamente ao PIB, enquanto os EUA limitaram a sua exposição à China, a exposição da UE apenas aumentou, pelo menos até ao final do ano passado. É verdade que a UE teve uma recuperação do PIB pós-pandemia mais lenta do que os EUA, o que pode estar a deturpar esta tendência, o facto é que a China tem cada vez mais capacidade para exportar produtos de elevado valor acrescentado para a UE (por exemplo, automóveis elétricos).

Uma outra consequência do desfasamento entre a China e os EUA que ameaça a saúde de uma maior globalização, é a política industrial e de subsídios agressiva de ambos os países, que pode adulterar a concorrência com a indústria dos outros países.

No caso dos EUA, os grandes estímulos públicos para impulsionar as indústrias verdes e digitais³ estão a provocar uma forte retoma do investimento na indústria manufatureira, que, mesmo em termos de volume em relação ao PIB, atingiu um máximo de duas décadas. Esta recuperação do investimento está a ser orientada para a construção de novas fábricas na indústria eletrónica, o que deverá apoiar um crescimento contínuo da produtividade nos próximos anos.

Na China, a política industrial concentra-se no aumento da produção de automóveis elétricos, o que lhe permite conquistar uma forte quota de mercado na Europa. Esta situação já está a causar tensões comerciais e, de facto, a Comissão Europeia acaba de anunciar que vai abrir uma investigação sobre os subsídios públicos à produção de veículos elétricos na China, que poderão estar a distorcer

3. Organizado em três leis principais: a *Inflation Reduction Act*, a *Chips and Science Act* e a *Infrastructure Investment and Jobs Act*.

Efeitos da política industrial: investimento na indústria manufatureira nos EUA

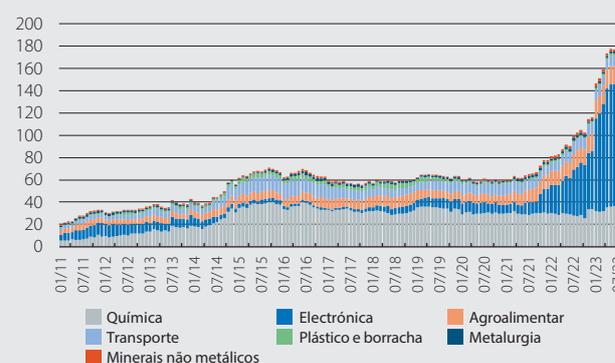
(% do PIB)



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

Despesas com a construção de fábricas e instalações de produção na indústria manufatureira nos EUA

(Milhares de milhões de dólares)



Nota: Inclui todos os edifícios e estruturas em locais de fabrico, excluindo edifícios de escritórios e armazéns.

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

o mercado da UE. Em caso afirmativo, a UE poderia impor tarifas mais elevadas (atualmente 10%) aos automóveis chineses, num sinal dos riscos que a utilização descoordenada de subsídios públicos para o desenvolvimento industrial representa para a globalização (entre outros problemas).

Apesar de os dados do comércio global não revelarem ainda uma desglobalização radical, mas antes um abrandamento gradual resultante do esgotamento esperado de um processo de abertura dos mercados, há cada vez mais indícios que apontam para uma fragmentação crescente da economia mundial nos últimos trimestres. E embora esta fragmentação possa ter efeitos benéficos nalgumas das regiões do mundo menos envolvidas na globalização até agora, como a América Latina, evitando assim uma queda significativa nos dados comerciais agregados, o seu efeito ainda não se fez sentir plenamente. O que parece claro é que a globalização está a sofrer mutações. O

comércio de produtos manufaturados não continuará a expandir-se nas regiões onde o fez durante os últimos 30 anos, embora o comércio de serviços possa ainda expandir-se consideravelmente. Ou, pelo menos, poderia, se o mercado global se mantivesse relativamente unificado e ligado, algo que é cada vez mais duvidoso.

Produção e exportação de automóveis elétricos na China

(Milhões de veículos)



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

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	07/23	08/23	09/23
Atividade									
PIB real	5,8	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,4	9,3	7,5	5,9	3,3	4,7	3,6	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	102,2	104,2	105,5	106,1	114,0	108,7	103,0
Produção industrial	4,4	3,4	3,5	1,8	1,3	1,0	0,0	0,2	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	52,2	49,1	48,3	47,8	46,4	47,6	49,0
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.446	1.405	1.375	1.378	1.447	1.283	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	307	310	304	303	302	313,7	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	–3,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	60,0	60,0	60,1	60,2	60,4	60,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,8	–3,7	–3,6	–3,5	–3,1	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,3	7,1	6,7	6,3	3,2	3,7	...
Taxa de inflação núcleo	3,6	6,2	6,3	6,0	5,7	5,6	4,7	4,3	...

JAPÃO

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Atividade									
PIB real	2,2	1,0	1,5	0,4	2,0	1,6	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	31,0	30,4	30,7	31,2	37,1	36,2	35,2
Produção industrial	5,8	0,0	3,7	0,7	–1,8	–1,8	–2,4	–3,7	...
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	2,7	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,0	–3,8	–4,0	–4,0	–3,0	–2,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	2,9	3,9	4,1	3,9	3,3	3,1	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	1,5	2,8	3,0	3,2	4,3	4,3	...

CHINA

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
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	...	2,5	4,6	...
Produção industrial	9,3	3,4	4,8	2,8	3,2	4,5	3,7	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,5	48,1	51,5	49,0	49,3	49,7	50,2
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	896	913	896	943	940	916,6	903,6	...
Exportações	30,0	7,1	10,0	–6,8	0,1	–5,4	–15,4	–9,5	...
Importações	30,0	0,8	0,1	–6,7	–7,0	–6,7	–12,3	–7,3	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	2,7	1,8	1,3	0,1	–0,3	0,1	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	...
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,9	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	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	07/23	08/23	09/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	1,0	-0,5	-2,5	-2,4	-2,0	-1,0	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,9	2,2	3,4	2,0	0,3	-1,1	-2,2	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-15,1	-16,0	-17,8
Sentimento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	94,6	93,6	93,3
PMI indústrias	60,2	52,1	49,3	47,1	48,2	44,7	42,7	43,5	43,4
PMI serviços	53,6	52,1	49,9	49,0	52,8	54,4	50,9	47,9	48,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,5	...	1,9	1,6	1,6	1,3	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,2	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	8,0	7,9	7,9	7,6	7,5	7,3	...
PIB real (variação homóloga)	5,8	3,4	2,3	1,7	1,1	0,5	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	3,3	1,9	1,2	0,8	-0,3	-0,1	-	-	-
França (variação homóloga)	6,8	2,6	1,2	0,7	0,8	1,0	-	-	-
Itália (variação homóloga)	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	07/23	08/23	09/23
Inflação geral	2,6	8,4	9,3	10,0	8,0	6,2	5,3	5,2	4,3
Inflação núcleo	1,5	3,9	4,4	5,1	5,5	5,5	5,5	5,3	4,5

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	07/23	08/23	09/23
Balança corrente	3,1	-0,9	-0,4	-0,9	-0,6	0,0	0,5	...	...
Alemanha	7,7	4,2	4,7	4,2	4,4	5,1	7,1	...	...
França	0,4	-2,0	-1,2	-2,0	-1,9	-1,8	-2,3	...	...
Itália	3,1	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0	-0,4	-0,2	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,9	89,0	91,8	93,1	94,3	95,9	95,9	95,1

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	07/23	08/23	09/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	8,4	7,9	5,7	3,9	2,2	0,6	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,5	4,0	3,2	2,1	1,3	1,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,8	2,9	3,8	4,5	4,9	5,0	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	2,1	2,9	3,7	4,3	4,6	4,7	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,8	6,3	6,3	1,4	-3,9	-8,1	-10,5	-11,9	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	5,3	12,0	17,6	22,5	23,9	23,7	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	4,1	7,5	19,3	21,9	21,1	20,4	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,4	1,1	1,9	2,5	2,8	3,0	...

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

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

2023: de mais para menos, mas bom

O INE reviu as séries históricas do PIB, que implicou revisão em alta do crescimento em 2021 e 2022 para 6,2% e 6,9%, respetivamente, ou seja, mais 3 décimas em 2021 e mais 1 em 2022. Adicionalmente, no 1S 2023, a economia teve um desempenho positivo, crescendo em cadeia 0,8%. Embora positivos, estes factos não alteram o efeito arrastamento no crescimento do conjunto do ano. Caso a atividade estagnasse no 2S 2023, o crescimento anual continuaria a ser 2,1%, tal como antes da revisão das séries, contudo confere maior suporte à possibilidade de que o crescimento se aproxime dos 2,5%. Entretanto, os indicadores relativos ao 3T sugerem que a economia mantém uma tendência de crescimento, embora a ritmo mais moderado do que na primeira metade do ano. As vendas de automóveis continuam dinâmicas, ainda que tenham diminuído face ao 2T, os dados relativos à atividade turística mostram-se fortes, com o número de voos a acelerarem. Por sua vez, os indicadores do lado da oferta, embora continuem a evidenciar debilidade, revelaram-se menos negativos no início do trimestre. Paralelamente, os indicadores de confiança apresentaram uma tendência de pioria ao longo do trimestre, salientando-se a postura mais cautelosa das famílias. Este comportamento parece, aliás, ter sido antecipado pelo andamento da poupança no 2T, que recuperou para 5,7% do rendimento disponível, mais 4 décimas do que no 1T, contribuindo para o estancamento da redução das poupanças acumuladas estimadas, que, segundo o BPI Research, se situam em torno dos 7.000 milhões de euros, cerca de 3% do PIB, concentrando-se, possivelmente, nas classes de maior rendimento, reduzindo o suporte ao consumo dado em trimestres anteriores. Assim, e tendo presente que na última parte do ano, os agentes económicos irão sentir com mais intensidade o impacto do aumento das taxas de juro, decidimos rever em baixa a nossa projeção para 2023 em 2 décimas, para 2,4%.

Apesar dos dados do mercado de trabalho continuarem em níveis positivos, outros indicadores sugerem um comportamento menos dinâmico. Por um lado, a taxa de desemprego reduziu 0,1 p. p. para 6,2% em agosto, enquanto a população empregada aumentou em cadeia (0,1%) e em termos homólogos (+1,3%), atingindo um total de 4.948.000 indivíduos, o nível mais elevado desde o início da série mensal do INE (que começa em 1998). Apesar dos dados positivos, importa acompanhar o comportamento menos positivo de outros indicadores: o desemprego registado aumentou em agosto pelo segundo mês consecutivo (4,4% homólogo), apesar de se manter em níveis historicamente baixos; o número de pessoas em *layoff*, que, apesar de continuar a representar uma proporção pouco relevante da população empregada (0,1%) e de estar a diminuir em cadeia há quatro meses consecutivos, está acima dos valores históricos registados em agosto (nos cinco anos anteriores à pandemia, a média era de 521 trabalhadores, face a mais de 3,600 registados em agosto); por fim, as ofertas de emprego

Variações homólogas, nível

		2T 23	3T 23	Último mês disponível
Indicadores sintéticos	Indicador de clima económico	1,8	1,3	setembro
	Indicador de sentimento económico	100,1	97,6	setembro
	Indicador diário de atividade	1,6	1,4	setembro
Consumo	Vendas a retalho	3,0	1,8	agosto
	Vendas a retalho excl. Combustíveis	2,5	2,1	agosto
	Nº carros vendidos	19.244	14.562	agosto
	Venda de carros	41,4	11,9	agosto
Investimento	Indicador de FBCF	1,9	4,7	julho
	Importações de bens de capital (acum. ano)	8,5	8,1	julho
Oferta	Vendas de cimento	4,2	11,7	julho
	Produção industrial	-5,0	-3,2	julho
Procura	Consumo de eletricidade	-2,3	-1,8	agosto
	Nº turistas não residentes (yoy 2019)	9,9	8,6	julho
	Nº de voos (yoy 2019)	5,6	7,0	agosto
Mercado de trabalho	Varição no desemprego registado (mil pessoas)	-11,4	9,7	agosto
	Varição no emprego (mil pessoas)	64,8	54,2	agosto

Fonte: BPI Research com base em dados INE, CE, ACAP, Eurocontrol.

Portugal: população empregada *

(Milhões de indivíduos)



Nota: * Dados ajustados de sazonalidade.

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

também diminuíram em agosto (-24.7% homólogo), atingindo um total de 16.034, um valor que fica abaixo da média histórica registada nos meses de agosto dos cinco anos pré-pandemia (20.073) e da média de 2022 (18.633).

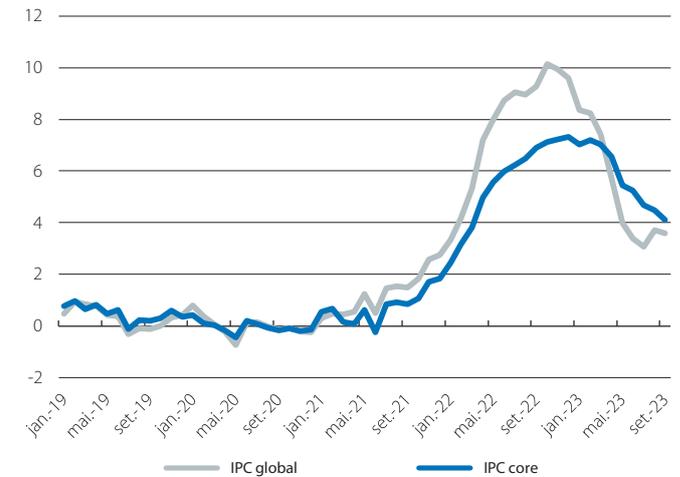
Estimativa rápida confirma retoma da trajetória de moderação da inflação em setembro. O IPC Global desceu para 3,6% (3,7% em agosto) e o IPC subjacente para 4,1% (4,5% em agosto), verificando-se uma dinâmica de evolução mensal dos preços semelhante às médias do período pré-pandemia. No início de setembro revimos ligeiramente em baixa a nossa previsão para a inflação média de 2023 (de 4,7% para 4,6%) tendo em conta a manutenção da medida do «IVA Zero» num cabaz de produtos alimentares até final deste ano. Também acreditamos numa tendência mais consistente de moderação da componente subjacente, embora gradual, que o dado de setembro veio reiterar. O principal risco para os próximos meses vai continuar a ser a pressão na frente energética, com os cortes na produção de crude da Arábia Saudita e da Rússia a refletirem-se no preço do Brent. Isto atenuará os efeitos de base que tinham vindo a empurrar para baixo o IPC Global nos últimos meses, podendo mesmo anulá-los.

A capacidade de financiamento da economia melhorou no 2T. No ano terminado em junho, a economia registou uma capacidade de financiamento equivalente a 1,6% do PIB, com o setor privado não financeiro a recuperar 7 p. p. face ao trimestre anterior. As empresas reduziram as suas necessidades de financiamento para 1,3% do PIB, beneficiando de uma melhoria do excedente bruto de exploração, que cresceu 3,2% face ao 1T. As famílias melhoraram a sua capacidade de financiamento face ao exterior para 0,5% do PIB, a qual, no entanto, se mantém em níveis historicamente reduzidos (nos cinco anos anteriores à pandemia, a sua capacidade de financiamento média era de 2%). Aqui, a melhoria reflete o incremento da poupança, beneficiando do crescimento mais forte do rendimento disponível (1,8% face ao 1T do que do consumo, +1,6%). Nos restantes setores, o Estado apresentou uma situação de equilíbrio no ano terminado em junho (mas um excedente de 1,1% do PIB no 1S); e o setor financeiro melhorou a capacidade de financiamento para 2,3% do PIB. No final de 2023, antecipamos que a economia volte a registar um excedente face ao exterior, o que não acontecia desde 2019.

Preço das casas surpreende em alta no 2T 2023. O IPH do INE mostra que os preços cresceram uns expressivos 3,1% no 2T 2023 face ao 1T 2023, uma subida de preços com uma força que já não se verificava há um ano. O ritmo de crescimento homólogo, contudo, manteve-se igual ao do 1T (8,7%). Pela primeira vez, o valor médio das casas transacionadas superou os 200.000 euros (205.300), mesmo em contexto de forte desaceleração no número de transações (-3% face ao trimestre anterior e -23% face ao homólogo). Esta dinâmica, também ainda carburada pela procura forte por parte de estrangeiros, põe em causa a nossa previsão para o crescimento médio dos preços este ano (4%), que deverá ser revista em alta.

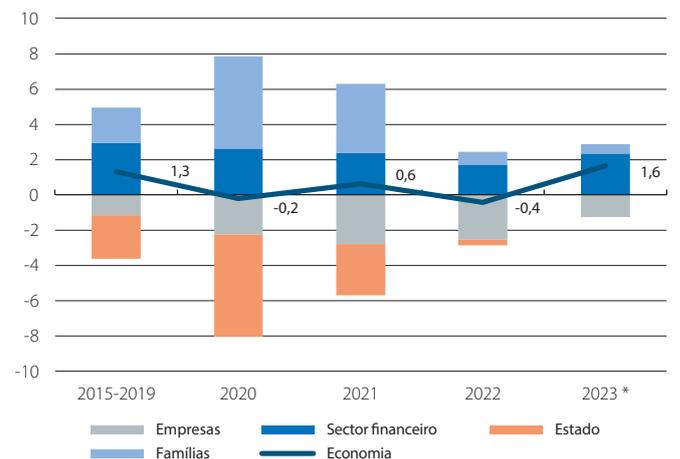
Portugal: inflação

Var. homóloga (%)



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

Portugal: capacidade de financiamento da economia (% do PIB)

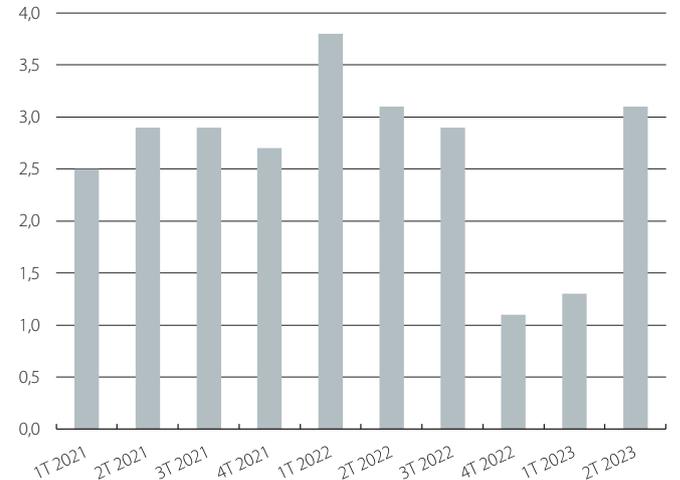


Nota: * Ano terminado em junho 2023.

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

Portugal: Índice de Preços da Habitação

Var. trimestral (%)

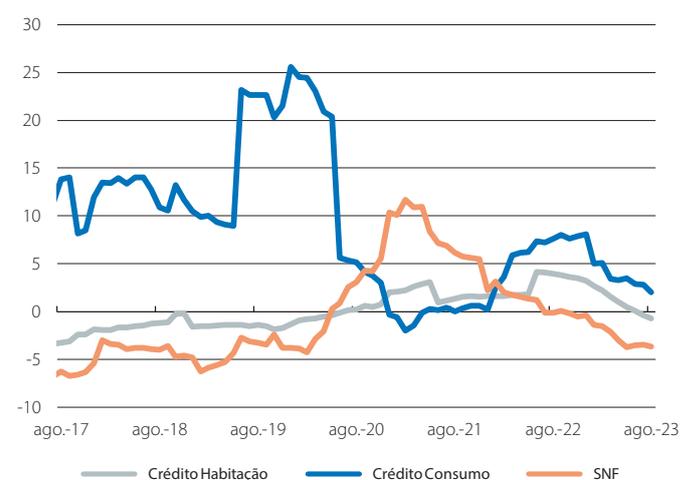


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

A carteira de crédito ao sector privado não financeiro voltou a cair em agosto, -1,7% homólogo, colocando o valor mensal no nível mais baixo desde dezembro de 2021. Relativamente à carteira de crédito à habitação, a contração foi de 0,7% homólogo, o que significa que o *stock* caiu pelo segundo mês consecutivo e que é justificado pela redução dos novos empréstimos (à data de elaboração, é ainda desconhecido o comportamento das novas operações em agosto, mas sabe-se que o número de avaliações bancárias caiu 24,6% homólogo até agosto) e amortizações antecipadas. Perante o aumento das taxas de juro nos mercados, a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação aumentou 0,21 p. p. para 4,089% em agosto, o nível mais elevado desde março 2009. Neste contexto, a prestação total mensal média registou um aumento homólogo superior a 110 euros, para um máximo histórico de 379 euros (série começa em 2009). No caso das empresas não financeiras, a carteira caiu 3,6% homólogo, com as maiores quedas a registarem-se na carteira de crédito das indústrias transformadoras, *utilities* e construção. Entretanto, o rácio de NPLs do sector privado não financeiro manteve-se inalterado nos 3,9% no 2T. No entanto, o rácio no segmento da habitação aumentou ligeiramente, de 1,1% no 1T para o 1,2% no 2T, ainda que se mantenha em níveis mínimos. Os empréstimos *non-performing* aumentaram quer no caso da habitação, quer no caso do consumo e outros fins, mas mantêm-se em níveis muito baixos em termos históricos.

Portugal: carteira de crédito, por segmento

Taxa de variação homóloga (%)



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

Turismo: importância nas contas nacionais e nas contas externas

O setor do turismo tem feito sucessivas manchetes recentemente pela exuberância dos seus números e otimismo das suas perspetivas. Neste artigo pretendemos concretizar que números e perspetivas são estas, filtrando-os através da ótica das contas externas e nacionais.

Portugal beneficia de fatores competitivos distintivos que impulsionaram o setor, em especial na última década, fazendo-o ir mais além do típico destino “Sol & Praia”. Na verdade, Portugal está na 16ª posição como país mais competitivo no Turismo e com posição especialmente favorável nas dimensões da Infraestrutura de serviços turísticos (2ª posição), Segurança (11ª posição), e, Saúde e Higiene (14ª posição).¹ A importância relativa do sector pode funcionar como um bálsamo, mas também como um vento de proa à nossa economia, como vimos no episódio pandémico: a redução da atividade turística foi responsável por dois terços da contração do PIB em 2020. Ou seja, da queda de 8,3% da atividade económica, 5,5 pontos percentuais explicam-se pela quebra do turismo. Como vemos no primeiro quadro, uma quebra de 49% no consumo de turismo² traduziu-se na mencionada quebra na atividade e em última instância à diminuição do peso relativo do turismo no PIB, que desceu abaixo dos 10% (8,4%). Em abril de 2020 a proporção de estabelecimentos hoteleiros fechados ou sem hóspedes atingiu a impressionante cifra de 88,5%. Isto põe em evidência os riscos particulares desta atividade pois está exposta a fatores que muitas vezes fogem ao controlo das autoridades governamentais – pandemias, atos terroristas, catástrofes naturais, alterações climáticas, etc. Afortunadamente, o movimento de recuperação foi simétrico e com vigor: já em 2022 as receitas de turismo medidas pela Conta Satélite incrementaram 79% (para mais de 37 mil milhões de euros) e foram responsáveis por 68% do crescimento da atividade.

Voltando o olhar para as contas externas, constata-se que existe uma forte ligação entre a Balança Turística e a de Serviços, significando isto que o saldo do Turismo explica uma grande proporção dos Serviços como um todo (mais

1. Ver o estudo do World Economic Forum (Travel & Tourism development index, edição de 2021), que engloba 117 países.

2. Refere-se ao Consumo do turismo no território económico da Conta Satélite do Turismo, que engloba o turismo recetor (efetuado por visitantes não residentes), o consumo do turismo interno (que corresponde ao consumo dos visitantes residentes que viajam no interior do país assim como à componente de consumo interno efetuada pelos visitantes residentes no país aquando de uma viagem turística no exterior do país (componente de consumo interno do Turismo Emissor)), e as outras componentes do consumo turístico que não são passíveis de desagregação por tipo de turismo e de visitante. Nas outras componentes, incluem-se ainda os produtos cuja despesa é das administrações públicas, mas cujo consumo é de natureza individual.

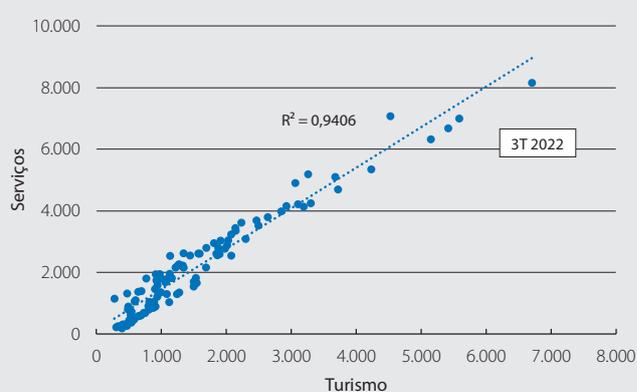
Peso do Consumo do Turismo (Conta Satélite do Turismo)

	No PIB	No crescimento do PIB	Δ receitas CST
2018	14,80	31	10
2019	15,30	27	8,10
2020	8,40	66	-49,1
2021	9,80	30	27,3
2022	15,8	68	79

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

Saldo da Balança do Turismo e de Serviços (1T 1996 a 2T 2023)

(Milhões eur)



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

de 60% em média no período entre 2019 e 2022). Podemos ver isto no segundo gráfico onde destacamos o 3T 2022, trimestre em que o saldo quer da balança turística (6,7 mil milhões) quer de serviços (8,1 mil milhões) foram os mais elevados de sempre.

Por outro lado, é assinalável a trajetória das exportações nacionais de serviços de Turismo. Os dados da Organização Mundial do Comércio (terceiro gráfico) mostram que ao contrário do que aconteceu em outros países europeus fortes neste sector, como a França e a Itália, Portugal tem vindo a ganhar quota no mercado mundial de turismo, praticamente duplicando-a entre 2010 e 2022 (de 1% para 1,8% do total mundial).

Outra forma de aferir esta evolução é através dos dados acerca da chegada de hóspedes, neste caso para o período pós-pandemia. A nível mundial, a chegada de hóspedes internacionais era ainda inferior em 2022 (-34%) e no 1T 2023 (-20%) face a 2019, no entanto em Portugal estes níveis já foram ultrapassados no ano em curso (+14% no 1T 2023 comparativamente ao 1T 2019). Isto significa que ainda num contexto de diminuição desta atividade, Portu-

gal cresceu em termos absolutos (número de hóspedes) e relativos (quota de exportações). Assim, apesar dos efeitos nefastos do Covid, o sector em Portugal acabou por ser um beneficiário líquido deste evento porque de alguma forma conseguiu aumentar a sua representatividade.

No quarto gráfico está bem ilustrado o suporte do Turismo às contas externas: entre 2013 e 2019 as Balanças Comercial e Corrente registaram superávits que seriam défices se excluirmos o saldo do Turismo. A partir de 2020 estas balanças voltaram a ser deficitárias devido ao impacto do Covid, mas já em 2022 o défice da Balança Corrente seria muito mais gravoso³ (fruto da crise energética e dos preços de importação destas *commodities*) sem o contributo do turismo. Com o que se perspetiva para o sector na segunda metade do ano, em 2023 a trajetória prevista é a de retorno a superávits.

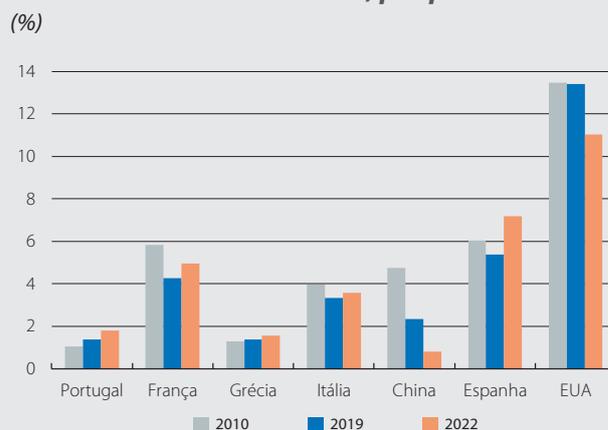
E que impacto esperar este ano nas contas nacionais? A nossa perspetiva é a de que o número global de hóspedes este ano superará em 9% os hóspedes de 2019. Recorrendo a modelos econométricos que relacionam estas previsões com as exportações de turismo, o VAB do Turismo e o PIB chegámos ao valor de 16,9% (peso esperado do Turismo no PIB em 2023, último gráfico). Ou seja, o peso direto e indireto do Turismo no PIB português aumentará mais 1,1 p.p. face ao que aconteceu em 2022. Um valor muito semelhante ao que estima o WTTC (16,8%), que inclusivamente projeta que este peso se eleve até acima dos 20% em 2033 (21,1%).

A manutenção da dinâmica de captação de turistas que não nos visitavam e passaram a fazê-lo dependerá da soma da aptidão dos empresários do sector em conjunto com o contexto favorável que o Estado deve proporcionar – ao nível dos esforços de promoção dos destinos do país e do assegurar infraestruturas capazes. Se recolhermos os ensinamentos da teoria do portefólio e os aplicarmos à economia como um todo, também ela feita de ativos, recursos escassos e escolhas; o princípio da diversificação para minimizar o risco dever-nos-ia orientar por um caminho de porfiar a diminuição de sazonalidade e aumento da diversidade territorial. Saibamos desenvolver o sector de forma criteriosa e equilibrada, pois a sustentabilidade dos destinos é também um aspeto cada vez mais considerado pelos turistas na escolha das suas viagens.

Tiago Belejo Correia

3. 18,7 mil milhões de euros, o equivalente a cerca de 8% do PIB desse ano.
4. Conselho Mundial de Viagens e Turismo (na designação original, World Travel & Tourism Council).

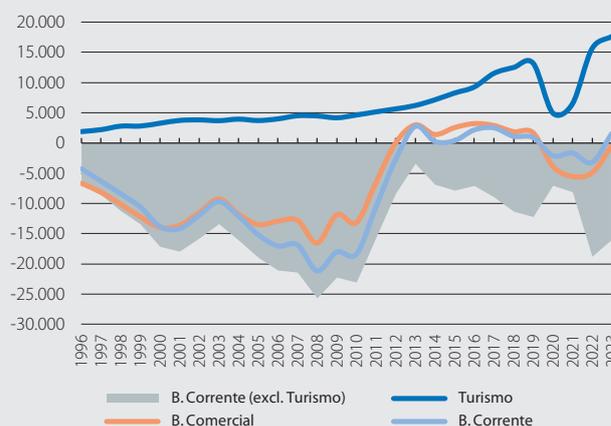
Percentagem das exportações de serviços de Turismo no total mundial, por país



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Organização Mundial do Comércio.

Portugal: saldo das contas externas

(Milhões de eur)



Nota: 2023 refere-se à soma dos dados dos últimos 12 meses até ao mês de junho.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Portugal: VAB do Turismo e Peso do Turismo no PIB

(Milhões eur/%)



Nota: Os dados de 2023 referem-se a previsões do BPI Research.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Um raio-X ao mercado de crédito à habitação em Portugal

O crédito à habitação em Portugal tem um peso substancial na economia: a carteira representa cerca de 40% do PIB, 68% do endividamento dos particulares, 61% do rendimento disponível (62% na Zona Euro), mais de 24% do ativo do sistema bancário português (13% na Zona Euro) e quase metade do crédito bancário concedido ao sector privado não financeiro. Ao mesmo tempo, mais de 2 milhões de indivíduos têm crédito à habitação em Portugal. Perante estes números, é fácil concluir que o crédito à habitação tem uma relevância expressiva na vida das famílias: considerando a prestação média mensal e assumindo um agregado familiar de dois elementos, a prestação de crédito à habitação tem um peso de cerca de 18% no rendimento mensal, sem contar com os restantes custos.¹ Tendo em conta a quase totalidade dos créditos concedidos a taxa variável (de que falaremos mais à frente), não é surpresa que a subida das taxas de juro por parte do BCE (e outros fatores²) se tenha refletido na travagem dos novos empréstimos para compra de casa.

De facto, o aumento recente das taxas de juro dos créditos à habitação reverteu o dinamismo vivido desde o final da crise das dívidas soberanas. Na segunda metade de 2022, as novas operações caíram cerca de 10% homólogo, acentuando a queda no primeiro semestre de 2023, com uma contração de 25%. No total, houve uma redução de mais de 2.600 milhões de euros em novos empréstimos para compra de casa neste período.

A maturidade média dos novos contratos também tem vindo a diminuir. No final de 2022 era de 30,7 anos, ainda assim ligeiramente acima do objetivo do banco central (de 30 anos no final de 2022). Apesar da melhoria (a maturidade média era de 33,4 anos em julho 2018, antes da recomendação emitida pelo Banco de Portugal,³ e superava os 35 anos em 2006), Portugal continua a comparar de forma muito negativa com outros países europeus (ver segundo gráfico).

O alongamento da maturidade dos empréstimos à habitação serve para reduzir o custo mensal com o crédito, uma das preocupações também no momento de escolher a tipologia da taxa de juro. No final de 2022, 90% da carteira

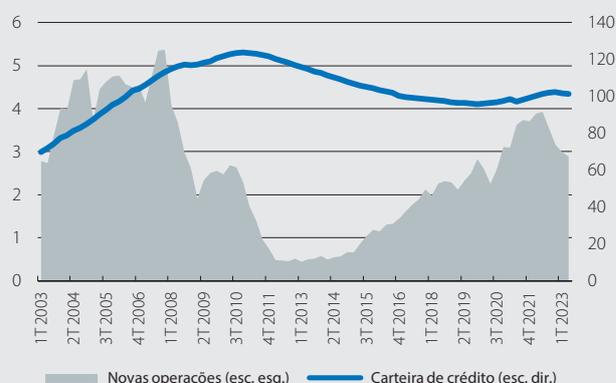
1. Considerando a remuneração média mensal líquida no 2T.

2. É também relevante o crescimento assinalável dos preços das casas face ao rendimento das famílias, a par do choque que os bancos têm de aplicar aos contratos de crédito à habitação com taxa de juro variável ou mista para avaliar a solvabilidade dos indivíduos perante um choque na taxa de juro.

3. A Recomendação do BdP introduziu limites ao rácio entre o montante do empréstimo e o valor do imóvel, ao rácio entre o montante mensal das prestações de todos os créditos e o rendimento mensal líquido, à maturidade e instituiu requisitos de pagamentos regulares de capital e juros. Para mais informações, ver <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>.

Portugal: novas operações e carteira de crédito à habitação

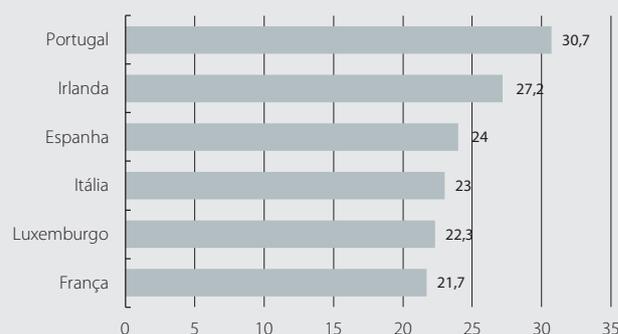
(Mil milhões de euros)



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

Maturidade média anual das novas operações de crédito à habitação, por país

(Número de anos)



Nota: Maturidade média registada em 2021, excepto para Portugal e Irlanda, cujos dados dizem respeito a 2022 e 2020, respetivamente.

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

de crédito à habitação tinha contratada uma taxa de juro variável, mas o comportamento mais recente é bastante distinto: em julho, representavam 51% das novas operações, face a 99% em novos contratos realizados em 2011. Estas percentagens contrastam com o observado no conjunto da Zona Euro (23% em julho).

Os dados do BdP para o crédito à habitação própria e permanente permitem-nos ter uma imagem mais clara: cerca de 51% das novas operações contratadas em julho de 2023 foram a taxa variável, cerca de 39% a taxa mista e cerca de 10% a taxa fixa. Estes dados permitem-nos recuar apenas até ao final de 2021, mas, ainda assim, é clara a crescente importância da taxa mista nas novas operações de crédito, o que pode estar relacionado com uma maior consciência para as implicações na prestação mensal decorrentes da volatilidade da taxa de juro variável ou ofertas comerciais por parte dos bancos.

Para além da questão de normalmente reduzir os encargos mensais iniciais com o crédito à habitação, existem outras razões que ajudam a explicar a preferência das famílias por taxa de juro variável e até mesmo dos próprios bancos na concentração de ofertas com essa tipologia. O Banco de Portugal sugere que as razões do lado da procura prendem-se com o facto de as pessoas não estarem dispostas a pagar um custo mais elevado pela fixação da taxa (situação normal quando a curva de rendimentos é positivamente inclinada) e com o baixo grau de literacia das famílias. Do lado da oferta (ou seja, do banco), as explicações passam pelo custo e disponibilidade das operações necessárias para efetuar a cobertura do risco de taxa de juro⁴ ou a estrutura de financiamento dos bancos, assente em depósitos com taxas de juro fixas e de curto prazo, o que acaba por favorecer a concessão de crédito à habitação, tipicamente com prazos mais longos, a taxas variáveis, para refletir a evolução das taxas de juro no mercado (contrariamente ao verificado noutros países, em que os bancos se financiam nos mercados, a taxa fixa).

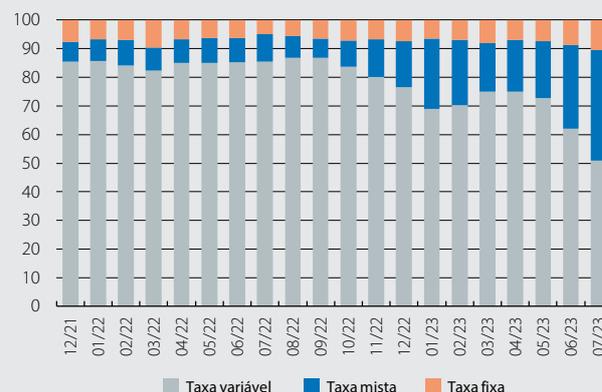
Neste contexto, a taxa de juro média das novas operações concedidas em julho 2023 foi de 4,24% em Portugal (o valor mais elevado desde fevereiro 2012), comparativamente a 3,16% em França e 3,79% na Zona Euro; no que diz respeito à taxa de juro média da carteira, em Portugal atingiu os 4,21%, acima dos 1,54% registados em França ou 2,27% no conjunto da Zona Euro. Perante a maior preponderância de contratos a taxa variável em Portugal, o aumento das taxas de juro face ao mês homólogo é também mais elevado: 3,0, 0,1 e 0,6 p. p. em Portugal, França e Zona Euro, respetivamente.

Em relação ao tipo de indexante, a Euribor a 12 meses começou a perder a relevância que ganhou nos últimos anos: olhando para a informação sobre crédito para habitação própria e permanente, em julho, 31,1% dos novos empréstimos tinham como indexante a Euribor a 12 meses (cerca de 62% no mês homólogo). Neste momento, a Euribor a 6 meses volta a assumir maior importância, sendo a utilizada em 49,8% dos empréstimos (+15 p. p. face a julho 2022), ainda que a Euribor 12 meses mantenha um peso ligeiramente superior face ao indexante a 6 meses no total da carteira (39,4% e 35,1%, respetivamente).

Perante estes dados, não é surpreendente que a prestação média mensal das famílias com crédito à habitação tenha aumentado de forma tão expressiva no último ano. De acordo com os dados do INE, a prestação média aumentou mais de 110 euros face há um ano atrás, para 379 euros mensais em agosto, mas é ainda mais expressivo, por exemplo, nos empréstimos realizados nos últimos 12 me-

4. O Banco de Portugal destaca que antes da entrada de Portugal na Zona Euro era impossível fazer cobertura de risco de taxa de juro, o que também acabou por fomentar as ofertas a taxa variável. Ver Banco de Portugal (2023). «Relatório de Estabilidade maio».

Novos empréstimos para HPP* por tipo de taxa (Peso no total dos novos empréstimos HPP, %)



Nota: * Habitação própria e permanente.

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

ses (mais 214 euros, para 602 euros). Os dados do BdP para a habitação própria e permanente de julho concluem que o maior aumento se verificou nos indivíduos com rendimentos mais elevados, onde a fatura terá excedido os 220 euros face ao mês homólogo.

Perante um contexto mais complicado, com uma inflação ainda elevada e taxas de juro a pesar cada vez mais na prestação da casa, tem aumentado o valor renegociado de crédito à habitação.⁵ Nos primeiros sete meses do ano, foram renegociados mais de 3.770 milhões de euros, o montante mais elevado desde o início da série (dezembro 2014).

Por sua vez, algumas famílias com mais liquidez têm aproveitado para amortizar o crédito. Até julho, 5,6% da carteira de crédito à habitação própria e permanente foi amortizada antecipadamente, o que compara com 3,6% em igual período de 2022. Para além da redução dos encargos mensais, as famílias também estarão a aproveitar a isenção de comissão de reembolso antecipado, em vigor até ao final do ano.

Perante um cenário tão desafiante como o atual, com inflação e custos de financiamento elevados, os alertas sobre o incumprimento começam a fazer-se ouvir. No entanto, os dados mensais de crédito vencido ainda não apontam para esse agravamento; de facto, em agosto, atingiu os 275 milhões de euros de crédito vencido, equivalente a 0,3% do crédito à habitação, substancialmente abaixo do registado no passado: se compararmos com o mesmo mês de 2019, o crédito vencido está cerca de 76% abaixo; e, se compararmos com agosto 2016 (o mês de agosto com o valor mais elevado), então está 89% abaixo (na altura, o rácio de crédito vencido atingiu os 2,6%). Ao mesmo tempo, o rácio de NPLs aumentou ligeiramente para 1,2% no 2T 2023 (face a 1,1% no 1T), com os empréstimos *non-per-*

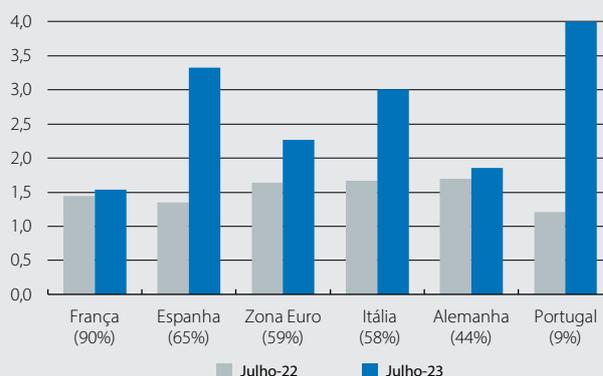
5. Estes dados referem-se apenas às renegociações feitas de forma voluntária.

forming a aumentarem pela segunda vez consecutiva (+60 milhões de euros desde o início do ano). Ainda assim, o rácio está em níveis mínimos e compara favoravelmente com os 7,4% do 1T 2016, o máximo desta série.

Em conclusão, o panorama atual do mercado de crédito à habitação apresenta indicadores mais favoráveis do que no passado, que ajudam a sustentar a expectativa de que o aumento expressivo das taxas de juro não se deverá refletir num agravamento acentuado do incumprimento. De facto, as famílias estão menos endividadas do que no passado,⁶ o mercado de trabalho continua robusto e a percentagem de compra de casa com recurso a crédito é atualmente menor.⁷ Adicionalmente, as recomendações macroprudenciais do BdP concedem maior robustez à concessão de crédito,⁸ o crédito à habitação está concentrado em indivíduos com rendimentos mais elevados⁹ e a adoção de medidas de apoio às famílias com crédito à habitação por parte do Governo pode ajudar a limitar o aumento do incumprimento. Por fim, atualmente, a carteira de crédito à habitação representa uma parcela menor do património financeiro líquido das famílias (cerca de 34% em 2022, face a cerca de 65% em 2011), com o património financeiro líquido a ter um peso mais expressivo no PIB do que no passado (126%, face a 106% em 2011)

Vânia Duarte

Taxa de juro da carteira de crédito à habitação* (%)



Nota: * Os valores entre parêntesis representam a percentagem de novas operações concedidas em 2022 com prazo de fixação de taxa superior a 10 anos (taxa fixa).

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

6. No 2T2023, o rácio de endividamento foi de 60,2% do PIB, face ao máximo de 94,2% no final de 2009.

7. De acordo com o Banco de Portugal, entre 2018 e 2022, 51% das transações de casas foi feita com recurso a crédito, inferior aos 76% entre 2009 e 2010.

8. Por exemplo, o perfil de risco dos mutuários melhorou: os indivíduos de perfil de risco mais elevado representavam cerca de 3% das novas operações em 2022, face a 32% no 3T 2018, de acordo com o BdP.

9. De acordo com o BdP, 33% da carteira de crédito à habitação com contratos celebrados entre 2019 e 2022 era relativa a indivíduos com mais rendimentos (quinto quintil, face a 15% no primeiro quintil).

Estão as remunerações a acompanhar a evolução dos preços?

A remuneração mensal tem aumentado de forma expressiva nos últimos trimestres. Mas o que isto significa num contexto de inflação elevada?

A remuneração bruta mensal média total aumentou 6,9% homólogo no primeiro semestre, atingindo uma média de 1.445 euros neste período. Este crescimento excede, por exemplo, o verificado no conjunto de 2019 (3,1%) ou em 2022 (3,4%). Os dados do INE permitem-nos analisar com maior detalhe esta evolução, distinguindo entre o comportamento da remuneração bruta mensal média regular, que inclui a remuneração base e outras rubricas frequentes, como o subsídio de alimentação ou as diuturnidades, e a remuneração base. Em ambos os casos, o aumento homólogo ficou próximo dos 7%, atingindo uma remuneração média de 1.203 euros no primeiro caso e de 1.130 euros no segundo.

Estes aumentos salariais recentes parecem muito expressivos, mas temos de analisar à luz do recente ciclo inflacionista e olhar de forma individualizada para os vários sectores de atividade. Para esta análise vamos-nos debruçar sobre a remuneração bruta mensal média regular, já que incorpora as principais componentes remuneratórias e elimina componentes mais sazonais, como o pagamento do subsídio de férias.

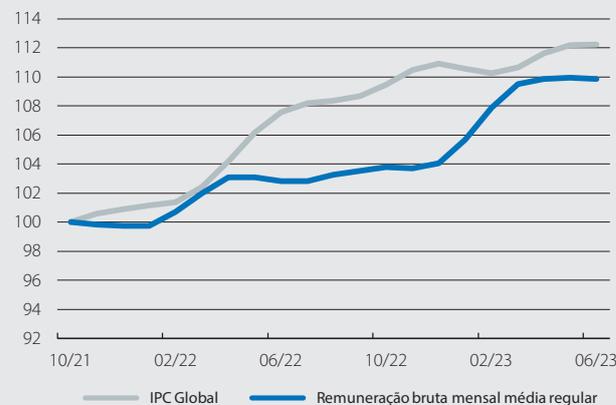
O aumento de 6,8% da remuneração compara com um crescimento homólogo dos preços do consumidor de 6,2% na primeira metade do ano, ou seja, os salários, medidos por esta variável, aumentaram ligeiramente acima da inflação no primeiro semestre de 2023, o que implica um ligeiro crescimento real de 0,6% neste período. No entanto, se analisarmos o comportamento das duas variáveis desde o início do ciclo inflacionista, que, em Portugal, começou no final de 2021, as conclusões são distintas: de facto, enquanto o IPC aumentou mais de 12% desde o final de 2021, a remuneração bruta mensal média regular aumentou menos de 10%.

Ainda assim, esta diferença já foi maior: no final de 2022, o IPC tinha aumentado cerca de 11% desde o início do ciclo inflacionista, enquanto as remunerações tinham aumentado apenas 4%. O primeiro gráfico demonstra claramente que as remunerações aceleraram no início de 2023, aproximando-se do aumento dos preços no consumidor. Esta análise evidencia o comportamento desfasado destas duas variáveis.

Esta recente aproximação deverá refletir diversos fatores, nomeadamente a desaceleração da inflação (estando atualmente mais próxima dos 3% do que dos 10% do final de 2022), a atualização do salário mínimo nacional no início do ano (em 55 euros, para 760 euros), e as atualizações salariais ao abrigo dos instrumentos de regulamentação

Evolução da remuneração e da inflação

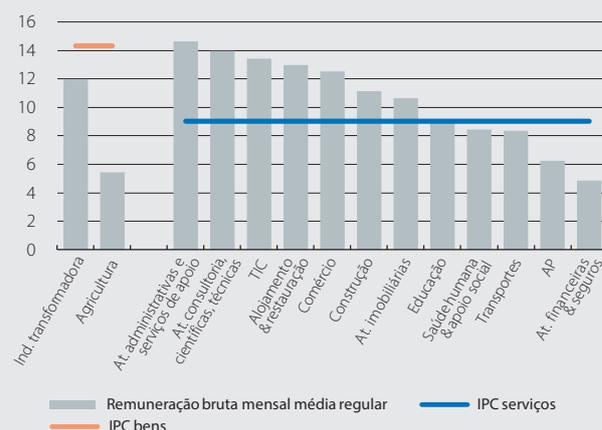
Índice (outubro 2021 = 100)



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

Evolução da remuneração mensal e do IPC desde o início do ciclo inflacionista, por sector

Varição face ao final de 2021 (%)



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

coletiva de trabalho (que registam uma variação anualizada média de 7,0% no primeiro semestre, face a menos de 4% em igual período de 2022) e que refletem negociações e pressões para a atualização dos salários, de forma a minimizar a perda do poder de compra dos trabalhadores.

No entanto, o aumento da remuneração é distinto entre os sectores de atividade, com os maiores aumentos a registarem-se nas atividades administrativas & serviços de apoio, atividades de consultoria, científicas & técnicas e nas TIC, contrariamente à agricultura e atividades financeiras & seguros, com os aumentos menos expressivos. Para avaliar como se comportaram as remunerações de cada sector face ao crescimento dos preços, iremos comparar com o IPC dos bens ou dos serviços, de acordo com o sector de atividade.

Assim, para avaliar o comportamento da remuneração na agricultura e na indústria transformadora comparámos com o IPC dos bens, o que permite concluir, olhando para o segundo gráfico, que, em ambos os sectores, o crescimento das remunerações desde o início do ciclo inflacionista está aquém do crescimento dos preços dos bens (de 14,3% face ao final de 2021). A diferença é particularmente visível no caso da agricultura, onde a remuneração aumentou apenas 5,4% face ao final de 2021. Se compararmos com a inflação dos produtos alimentares não processados, a diferença é ainda mais assinalável, uma vez que estes registam um crescimento superior a 22% desde o final de 2021.

No caso das atividades relacionadas com o sector terciário, comparámos a evolução da remuneração com o IPC dos serviços, representado também no segundo gráfico. O aumento da remuneração bruta mensal média regular excede o crescimento dos preços dos serviços em sete sectores, destacando-se as atividades administrativas & serviços de apoio e as atividades de consultoria, científicas & técnicas. No caso do alojamento & restauração, o aumento da remuneração também foi bastante expressivo, ficando cerca de 4 p. p. acima do crescimento dos preços do conjunto dos serviços. No entanto, se compararmos com o comportamento dos preços dos restaurantes & hotéis desde o início do ciclo inflacionista, o aumento dos preços neste caso (de 22,7%) é quase o dobro do crescimento das remunerações (13%). Por sua vez, a remuneração das atividades financeiras & seguros está bastante abaixo do crescimento observado do IPC dos serviços.

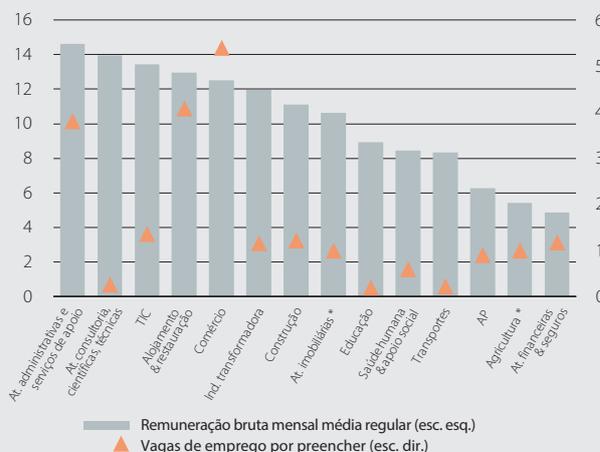
Uma grande parte dos sectores onde o aumento da remuneração foi superior ao crescimento dos preços é também onde se verifica um crescimento mais expressivo do número de vagas de emprego por preencher face ao final de 2021, sobretudo as atividades administrativas & serviços de apoio, alojamento & restauração e comércio; no conjunto, estes três sectores explicam cerca de 64% do aumento do número de vagas por preencher face ao final de 2021. Ou seja, o crescimento assinalável das remunerações nalguns sectores poderá também ser justificado pela maior escassez de mão-de-obra que enfrentam.

Em suma, a população empregada ainda está a perder poder de compra face ao crescimento dos preços iniciado no final de 2021, mas a conclusão é distinta mediante o sector de atividade, sendo que, nalguns casos, a atualização do salário mínimo nacional, a escassez de mão-de-obra e a maior capacidade de negociação salarial poderão justificar as melhores performances. Importa ressaltar que, apesar dos aumentos expressivos nalguns sectores de atividade, como as atividades administrativas & serviços de apoio, a remuneração mensal continua a ser bastante baixa, neste caso, 815 euros brutos mensais.

Vânia Duarte

Evolução da remuneração e das vagas de emprego por preencher desde o início do ciclo inflacionista, por sector

Variação face ao final de 2021 (%; mil vagas)



Nota: * Não existe informação sobre vagas de emprego por preencher.
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Eurostat.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Índice coincidente para a atividade	3,5	5,7	4,1	3,9	4,1	...	4,3	4,3	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	-0,3	1,0	-5,0	...	-3,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-6,3	-5,0	-5,6	-9,4	-8,9	-9,6	-9,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	6,2	13,6	8,8	-3,0	...	-7,7	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	1,3	-16,0	-20,8	-22,9	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,6	13,8	13,6	12,9	9,1	...	7,6	8,8	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	...	38,5	30,5	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	8,2	6,3	2,8
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	...	3,8	-0,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	4,0	2,0	2,4	3,2	...	3,7	3,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-37,0	-35,1	-29,4	-22,8	-23,7	-21,9	-22,9
Mercado de trabalho									
População empregada	2,8	2,0	0,5	0,5	1,6	...	1,3	1,3	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	6,0	6,5	7,2	6,1	...	6,3	6,2	...
PIB	5,7	6,8	3,4	2,5	2,5	...	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Inflação global	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,1	3,7	3,6
Inflação subjacente	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,7	4,5	4,1

Setor externo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	...	8,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,7	31,7	24,5	12,6	...	9,3	...	...
Saldo corrente	-1,6	-2,8	-2,8	-1,2	1,5	...	1,9	...	...
Bens e serviços	-5,5	-4,7	-4,7	-2,8	-0,3	...	-0,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	...	2,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,1	-0,5	-0,5	1,5	4,5	...	5,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	07/23	08/23	09/23
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	6,4	0,5	-2,1	...	-2,3	-2,2	...
À vista e poupança	16,3	7,3	7,3	-3,1	-9,0	...	-9,6	-10,5	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	5,2	5,4	7,5	...	8,0	9,5	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	12,4	11,1	1,4	...	6,5	2,4	...
TOTAL	9,0	6,5	6,5	0,8	-2,0	...	-2,0	-2,0	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	2,9	1,8	1,8	0,0	-1,2	...	-1,4	-1,7	...
Empresas não financeiras	2,2	-0,4	-0,4	-2,1	-3,5	...	-3,5	-3,6	...
Famílias - habitações	3,3	3,2	3,2	1,5	0,1	...	-0,4	-0,7	...
Famílias - outros fins	3,0	2,9	2,9	0,0	0,4	...	0,4	-0,1	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	-2,7	-2,0	0,6	...	-3,0	-2,1	...
TOTAL	2,9	1,7	1,7	-0,1	-1,1	...	-1,5	-1,7	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,7	3,0	3,0	3,1	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.

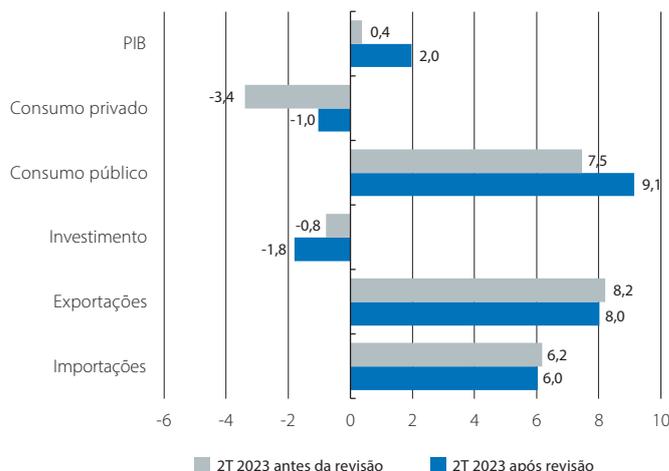
O crescimento económico espanhol abranda

Na sequência da revisão pelo INE dos dados do PIB desde 2021, a recuperação pós-pandemia foi mais forte do que o estimado anteriormente. A nova trajetória de crescimento prevê que o PIB tenha crescido 6,4% em 2021, mais 0,9 p. p. do que o inicialmente estimado, e 5,8% em 2022, mais 0,3 p. p. Na sequência destes dados, o PIB atingiu o nível pré-pandémico do 4T 2019 no 3T 2022, em vez do 2T 2023. O INE reviu ainda em alta o crescimento trimestral do PIB para o 1T e o 2T 2023 em 0,1 p. p. para 0,6% e 0,5%, respetivamente. Por conseguinte, o PIB no 2T 2023 é 2,0% superior ao nível do 4T 2019, em vez dos 0,4% anteriormente estimados. As revisões em 2022 e no primeiro semestre de 2023 levam-nos a rever em alta a nossa previsão de crescimento para o conjunto do ano em 1 décimo de ponto percentual, para 2,4 %.

Os últimos indicadores apontam para uma moderação do crescimento no terceiro trimestre. Depois do verão, a economia está em processo de abrandamento em relação aos registos de crescimento notáveis do primeiro semestre de 2023. Desta forma, a geração de emprego em termos de inscritos na Segurança Social, embora ainda positiva, passou de uma taxa de crescimento superior a 1% variação trimestral no 2T 2023 para uma taxa mais moderada de 0,2% por trimestre no 3T 2023. Relativamente ao consumidor, as vendas a retalho em julho e agosto foram, em média, 0,8% superiores à média do 2T 2023 (+1,9% em termos trimestrais no 2T trimestre de 2023), sugerindo que o consumo continuou a crescer no 3T 2023, embora a um ritmo mais modesto do que no trimestre anterior. Para além disso, os indicadores baseados em inquéritos, tais como os índices PMI, mostram que a fraqueza do sector da indústria manufatureira nos últimos trimestres se manteve. O PMI da indústria manufatureira foi de 47,7 em setembro e situou-se em território contracionista (abaixo do limiar dos 50 pontos) pelo sexto mês consecutivo, devido a um declínio na produção e nas novas encomendas, enquanto o PMI dos serviços recuperou ligeiramente em setembro para 50,5, mais uma vez na zona de expansão após a quebra em agosto (49,3 pontos).

A geração de emprego abranda em setembro. As inscrições médias em setembro aumentaram em 18.294 pessoas, menos do que no ano passado (+29.286) mas mais do que a média de um mês de setembro (+14.300 em média em 2014-2019). O emprego, corrigido de sazonalidade, registou um aumento de 12.921, o aumento mais fraco dos últimos três meses. A capacidade da economia espanhola para continuar a gerar emprego num contexto adverso deve, em todo o caso, ser encarada de forma positiva. O desemprego registado aumentou em setembro em 19.768 pessoas, o segundo aumento consecutivo, elevando o número total de desempregados para 2,722 milhões. Trata-se de um aumento superior ao registado em setembro do ano passado (+17.679), mas inferior à média do período 2014-2019 (+21.801).

Espanha: PIB e suas componentes Variação 2.º trimestre de 2023 vs. 4.º trimestre de 2019 (%)



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

Espanha: PMI

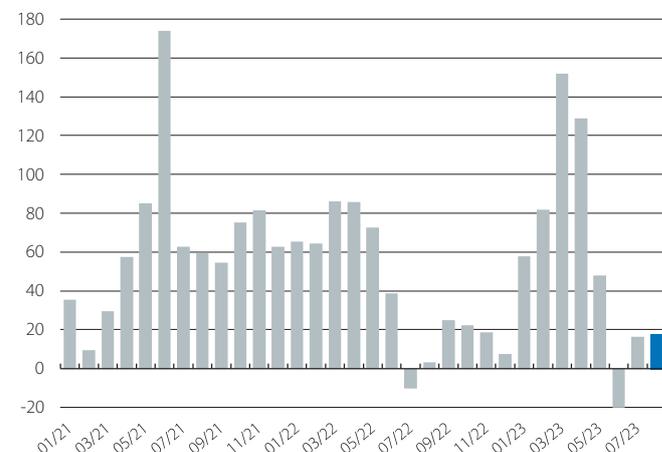
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Variação mensal (milhares) *



Nota: * Dados ajustados sazonalmente.

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

Em setembro, a inflação geral em Espanha subiu, correspondendo às expetativas, devido a um efeito de base na componente energética, mas a inflação subjacente continua a moderar-se. A taxa de inflação global estimada para setembro foi de 3,5% (mais 0,9 p. p. do que em agosto). Em contrapartida, a inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos frescos, situou-se em 5,8%, menos 0,3 p. p. do que em agosto. O aumento do índice geral deve-se aos preços da eletricidade e, em menor escala, aos preços dos combustíveis. As duas componentes registaram descidas acentuadas em setembro de 2022.

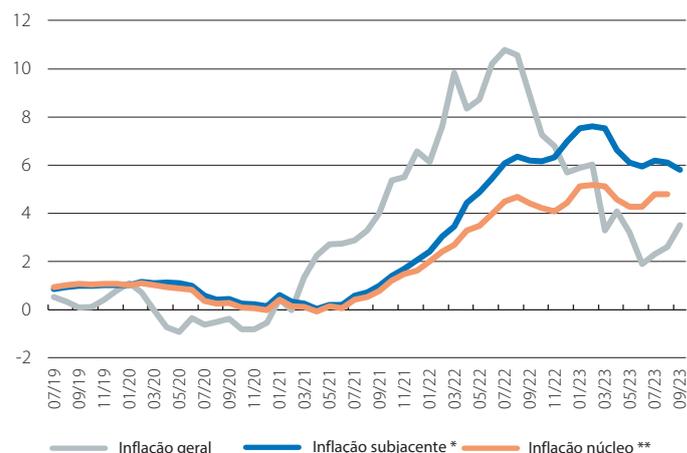
No 2T, os preços das casas aumentaram de forma constante. Nomeadamente, o valor de avaliação das habitações continuou a registar um crescimento positivo no 2T 2023, embora o ritmo de crescimento tenha sido mais modesto do que no trimestre anterior (0,3% em termos trimestrais em comparação com 2,2% no 1T). O crescimento em termos homólogos manteve-se praticamente inalterado (3,0% em comparação com 3,1% no 1T). O preço da habitação está a mostrar uma resistência notável a curto prazo, apesar da forte subida das taxas de juro, um aspeto que estará ligado à escassa oferta de habitação no mercado.

A recuperação da taxa de poupança das famílias graças ao aumento significativo do rendimento disponível bruto no 2T. Mais especificamente, a taxa de poupança das famílias situou-se em 20,1% do rendimento disponível bruto no 2T (estável, não corrigido de sazonalidade). Este valor é superior ao registado no 2T 2022 (14,8%) e acima dos níveis pré-pandémicos (17,1% na média do 2T 2015-2019). Esta recuperação traduz-se num crescimento do rendimento disponível bruto no 2T (12,2% em termos homólogos) muito superior ao das despesas das famílias (5,2%). Ao longo dos últimos quatro trimestres, a taxa de poupança aumentou para 10,2%, contra 8,5% no trimestre anterior.

Segundo os dados relativos à execução orçamental até julho, o défice público espanhol situa-se em 2,2% do PIB. Assim, o dado do défice consolidado das Administrações públicas, excluídas as corporações locais, foi similar ao de julho de 2022 e ao de julho de 2019 (ambos no 2,0%). Já as despesas públicas consolidadas registaram uma notável recuperação de 7,7% em termos anuais até julho, ultrapassando o aumento das receitas públicas (6,7%). Destaca-se o abrandamento das receitas fiscais (+4,6% em termos homólogos no acumulado de julho, face a +6,1% no acumulado de junho) devido à quebra da cobrança de impostos indiretos em julho (-6,6% em termos homólogos).

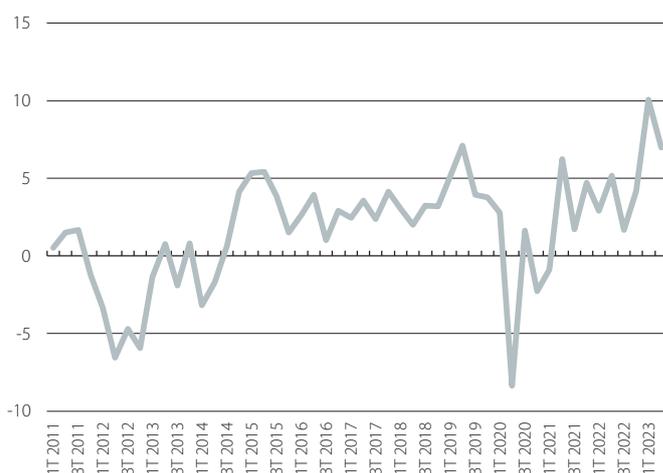
O sector do turismo brilha intensamente. A evolução do sector do turismo continua a ser positiva, com um excedente acumulado da balança de serviços turísticos entre janeiro e agosto de 37.501 milhões de euros, contra 27.695 milhões de euros em janeiro-agosto de 2022. Durante o mês de agosto, o sector do turismo foi forte, com 10,08 milhões de turistas estrangeiros a chegarem ao país e a gastarem 13,529 mil milhões de euros. Estes valores são 0,45% inferiores ao nível registado no mesmo mês de 2019 no caso das chegadas (+2,6% em julho) e 15,0% superiores no caso das despesas (+16% em julho).

Espanha: IPC
Variação homóloga (%)



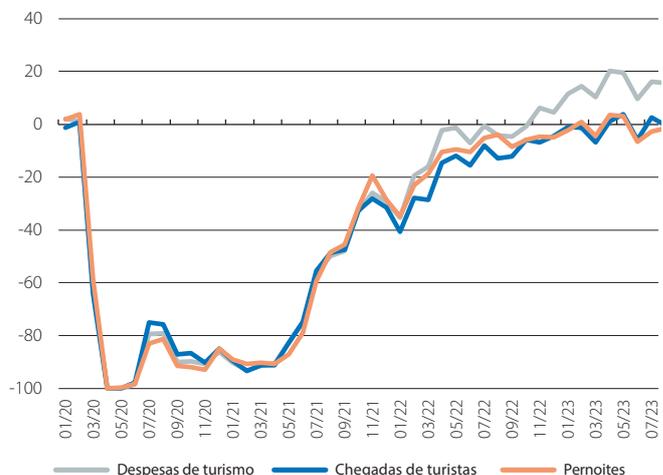
Notas: * A inflação de base exclui alimentos não processados e energia. ** A inflação subjacente exclui os produtos alimentares e a energia.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Espanha: rendimento disponível bruto
Variação homóloga (%)



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

Espanha: turismo estrangeiro
Variação em relação ao mesmo mês de 2019 (%)



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

Novo cenário macroeconómico: o crescimento económico em Espanha abranda

A economia espanhola foi afetada, no último ano e meio, por uma hidra de três cabeças. A hidra é a eclosão da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, e as três cabeças são as diferentes manifestações deste choque: uma crise energética, um forte episódio inflacionista e um subsequente endurecimento da política monetária. A primeira, com exceção da recente recuperação dos preços do petróleo, já ficou para trás. A segunda, ainda estamos a percorrer. E à terceira começámos a ver o seu rosto. Os próximos 12 meses mostrarão se a dose de política monetária será suficiente para controlar a inflação e quais as marcas que deixará na atividade. No presente artigo, expomos as nossas perspetivas sobre esta questão.

Uma breve panorâmica da dinâmica recente

A economia está em processo de abrandamento, após o fim do verão, em relação aos notáveis registos de crescimento do primeiro semestre de 2023. Por conseguinte, a geração de emprego, embora ainda positiva, passou de um crescimento a taxas próximas de 1% em termos trimestrais no primeiro semestre de 2023, para taxas mais moderadas de 0,1% em termos trimestrais até à data no terceiro trimestre (ajustando, obviamente, os efeitos sazonais). Acresce que os indicadores avançados baseados em inquéritos, como os índices PMI, mostram que a fraqueza do sector da indústria manufatureira nos últimos trimestres foi agravada por uma perda de dinamismo no sector dos serviços. Em agosto, tanto o PMI da indústria manufatureira como o dos serviços situaram-se abaixo do limiar de crescimento. Embora estas leituras não devam ser lidas com demasiada precipitação, são uma indicação clara de um abrandamento. Baseando-se nestes indicadores, as nossas estimativas sugerem que o PIB poderá crescer cerca de 0,2% em termos trimestrais no 3T de 2023, em comparação com taxas de 0,5%-0,6% no 1º semestre do ano.

O contexto internacional também não está a ajudar. Os nossos principais parceiros comerciais na Zona Euro também estão a dar sinais de abrandamento, e uma combinação de fatores da procura e da oferta fez subir novamente os preços do petróleo desde meados de julho. Enquanto na média de junho o preço do petróleo bruto Brent se situava nos 75 dólares, nas duas primeiras semanas de setembro já se aproximava dos 91 dólares em média, um aumento de pouco mais de 20%. O aumento dos preços do petróleo refletiu-se na evolução da inflação, que desde junho voltou a uma trajetória ascendente, em parte devido à forte dinâmica da componente de combustíveis.

Alterações nos pressupostos subjacentes ao cenário: energia e taxas de juro

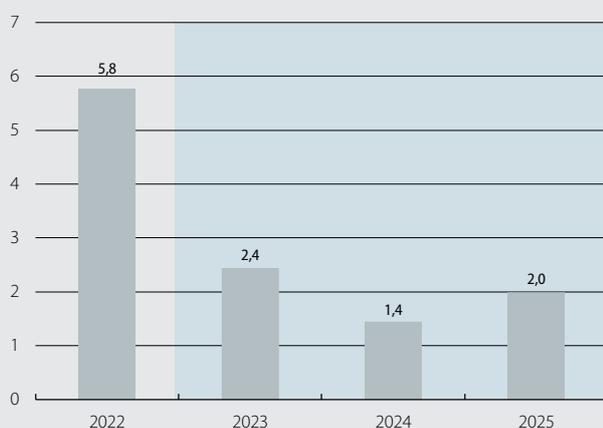
No contexto de um abrandamento da atividade, os pressupostos relativos à evolução dos preços do petróleo e das taxas de juro subjacentes às projeções dos cenários foram também agravados.

A dinâmica recente do mercado petrolífero levou-nos a rever em alta a projeção para o Brent. Se, no nosso cenário de julho, prevíamos um preço do petróleo de cerca de 80 dólares por barril no final de 2023 e uma média de 78 dólares em 2024, no nosso cenário atual prevemos que 2023 feche com um preço do petróleo de 85 dólares e uma média de 81 dólares em 2024. Todavia, tendo em conta que o preço do Brent rondou recentemente os 95 dólares por barril, os riscos em torno da previsão são enviesados em alta.

A inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares) na Zona Euro, a principal variável a acompanhar pelo BCE, continua a ser demasiado elevada (5,3%) e o ritmo a que está a abrandar é, na opinião da autoridade monetária europeia, insuficiente. Portanto, na sua última

Espanha: previsão de crescimento do PIB

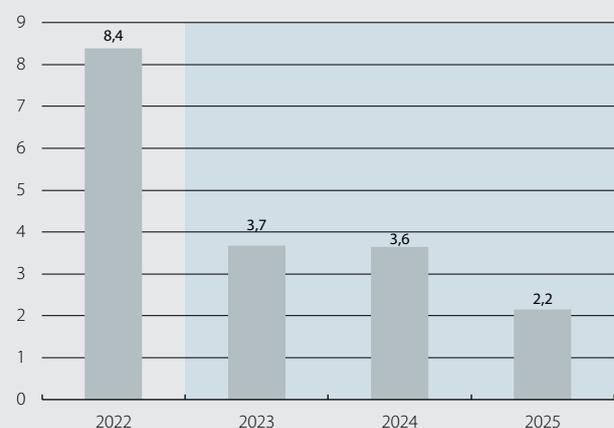
Variação anual (%)



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

Espanha: previsão da inflação

Variação anual (%)



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

reunião, em setembro, o BCE aumentou a taxa *depo* para 4,0% (e a taxa de refinanciamento para 4,5%) e indicou que, embora provavelmente não aumentasse mais as taxas, manteria este nível de taxas durante um período de tempo prolongado, a fim de assegurar a convergência da inflação para o seu objetivo de médio prazo de 2%. Assim, a expectativa do mercado é que o BCE não comece a baixar as taxas até ao segundo semestre de 2024 e que o faça de forma gradual. Segundo as nossas previsões, as taxas de referência do banco central manter-se-ão nos níveis atuais até ao final do verão do próximo ano. Prevendo este ponto de viragem, é lógico esperar que as taxas de mercado, como a Euribor a 12 meses, se situem abaixo dos seus níveis atuais no início de 2024 e iniciem uma tendência descendente.

Perspetivas

Neste contexto, esperamos que a economia espanhola experimente um período de crescimento modesto durante os próximos dois trimestres, com taxas de crescimento do PIB de cerca de 0,3% em termos trimestrais, principalmente afetadas pelo impacto das subidas das taxas de juro que têm vindo a ocorrer desde julho de 2022 e pela fraqueza acentuada dos nossos principais mercados de exportação.¹ Embora o sector do turismo continue a ser um motor de crescimento, a sua contribuição já não será tão elevada como nos últimos trimestres, dado que a atividade já atingiu níveis iguais ou superiores aos de 2019. Assim, espera-se que a procura interna seja o principal fator de crescimento nos próximos trimestres.

Embora afetada pelo impacto do aumento das taxas de juro, a procura interna beneficiará de alguns elementos de apoio. Primeiramente, com o crescimento do emprego a rondar 1,5% em 2024 e os salários a crescerem entre 3% e 3,5%, em linha com as orientações recomendadas pelos parceiros sociais, esperamos que o rendimento bruto disponível das famílias cresça acima da inflação (prevista em 3,6% em média para o ano), apesar do aumento gradual dos pagamentos líquidos de juros.² Recorde-se que, num contexto de pressões sobre o custo de vida, o facto de a economia continuar a gerar emprego constitui, por si só, um importante apoio à atividade, na medida em que proporciona segurança às famílias. Em segundo lugar, espera-se que os fundos europeus do Next Generation EU continuem a apoiar o crescimento e, em especial, o investimento. Projetamos, nomeadamente, que os fundos poderão contribuir com cerca de 0,4 p.p. para o crescimento do PIB em 2024, no pressuposto de uma certa aceleração do ritmo de execução.

1. Estimamos que o PIB da Zona Euro registe um crescimento de apenas 0,7% em 2024.

2. A nossa previsão é que o rendimento disponível bruto, incluindo o impacto de pagamentos de juros mais elevados, cresça 5,3% em 2024.

Entretanto, a dinâmica da inflação deve ser moderada. Para compreender este processo de moderação, é útil dividir o episódio inflacionista dos últimos dois anos em três fases. Num primeiro momento, o impacto direto do aumento acentuado dos preços da energia e dos produtos alimentares materializou-se. Embora este choque ainda não esteja completamente ultrapassado, nomeadamente no que se refere aos produtos alimentares e, mais recentemente, devido ao aumento do preço do petróleo, já está ultrapassado em boa medida. Noutra fase, mais predominante na parte final de 2022 e em 2023, o efeito de contágio dos custos mais elevados dos fatores de produção energéticos e alimentares sobre outros produtos materializou-se. Apesar de considerarmos que estes efeitos indiretos ainda não estão esgotados, não há muito mais espaço de manobra. Por último, em terceiro lugar, há os temidos efeitos de segunda ordem, que podem injetar um elevado grau de persistência na dinâmica da inflação. Tais efeitos traduzem o impacto de uma possível dissociação das expectativas de inflação a médio prazo e do círculo vicioso que fortes aumentos salariais ou das margens comerciais podem ter sobre os preços. Tendo em conta que os dados disponíveis até à data não revelam sinais preocupantes a este respeito, o nosso cenário pressupõe um impacto limitado dos efeitos de segunda ordem. Assim, na medida em que o impacto direto já se desvaneceu em grande medida, que o efeito de contágio se desvanecerá no resto de 2023 e 2024 e que os efeitos de segunda ordem são pouco esperados, deveremos assistir a uma moderação das taxas de inflação ao longo de 2024.

Em resumo, as nossas previsões apontam para que a inflação em 2024 se mantenha, em média anual, a níveis semelhantes aos de 2023 (3,7% em 2023 e 3,6% em 2024). Tal deve-se ao impacto da retirada, prevista para o início de 2024, das medidas fiscais que foram aplicadas para fazer face ao aumento dos preços da energia e dos produtos alimentares (IVA sobre a eletricidade e os produtos alimentares e subsídios aos transportes públicos). Estima-se que a retirada destas medidas aumente a inflação global em cerca de 1 p. p. em 2024. Se analisarmos, porém, as previsões relativas à inflação subjacente (a que exclui a energia e os alimentos não transformados), as perspetivas apontam para uma moderação gradual: de 6,1%, em média, em 2023 para 3,1%, em média, em 2024.

No geral, esperamos que a economia, após um crescimento de 2,4% em 2023, modere a sua taxa de crescimento para 1,4% em 2024, com o perfil de menos a mais ao longo do ano. A previsão para 2024 é inferior em 0,3 p.p. à do cenário anterior, devido ao impacto da alteração dos pressupostos subjacentes ao cenário. Até 2025, com a descida gradual das taxas de juro e a convergência da inflação para o seu objetivo de 2%, a economia espanhola deverá estar numa trajetória de crescimento mais consentânea com a sua taxa de crescimento potencial, o que coloca a previsão de crescimento em 2%.

A produtividade em Espanha: muito espaço para melhorias

É frequente a produtividade ser definida como um «ingrediente mágico», a principal origem da prosperidade económica a médio prazo. Contudo, a produtividade não é um ingrediente, mas um resultado, pelo que falamos pouco da sua natureza e dos seus fundamentos. Analisaremos o que se entende por produtividade, como medi-la e a posição da Espanha no contexto internacional. Este Focus inicia uma série de artigos estruturais sobre os fundamentos da economia espanhola, que será continuada em relatórios mensais nos próximos meses.

Por outras palavras, a produtividade é o nível de *output* gerado com um determinado nível de *inputs*. A combinação ou gestão ideal dos recursos (*inputs*) significa mais eficiência, conduzirá a uma maior produtividade e, em consequência, à criação de maior riqueza.

A mão de obra é um dos principais fatores de produção e o rácio da quantidade do fator trabalho utilizado para gerar uma unidade do PIB é a medida de produtividade mais utilizada. O indicador desenvolvido pelo Eurostat, que divide o PIB de uma economia pelas horas trabalhadas (a chamada produtividade aparente do trabalho), exprime o valor criado por unidade de trabalho utilizada (hora de trabalho) e é mais exato do que as medidas que relacionam o *output* com o número de trabalhadores.

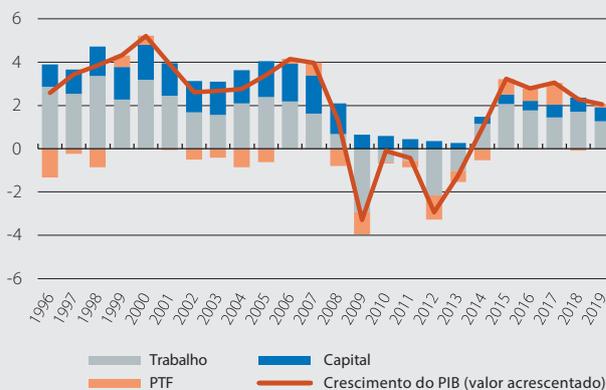
A questão é que esta medida pode ser contaminada por vários elementos. Se uma economia fornecer mais capital aos seus trabalhadores, por exemplo, estes produzirão mais e a produtividade aparente do trabalho aumentará. Porém, este aumento de produtividade deve-se à acumulação de capital e não ao facto de estes trabalhadores, mantendo-se os outros fatores iguais, serem mais produtivos. A fim de evitar esta confusão, surgiu o conceito de produtividade total dos fatores (PTF). Trata-se de uma variável que capta o aumento da produção que não se deve a um aumento da acumulação de outros fatores de produção, como o capital, o trabalho, etc. É uma medida mais clara da produtividade, mas mais difícil de medir, pois não é diretamente observável.

O crescimento da economia espanhola nos últimos anos tem sido determinado por uma elevada contribuição do fator trabalho, dada a abundância de mão de obra que tradicionalmente caracteriza a nossa economia, enquanto a contribuição da produtividade tem sido mais moderada. Portanto, o crescimento médio da economia espanhola em 2014-2019 foi de 2,4% em termos reais, que se decompõe num crescimento do fator trabalho de 1,6%, 0,5% para o fator capital e apenas 0,3% no caso da PTF (ver o primeiro gráfico).

Focando-nos na produtividade aparente do trabalho em Espanha, uma métrica para a qual estão disponíveis dados mais recentes do que para a PTF, o seu crescimento

Espanha: repartição do crescimento do PIB, contribuições dos fatores

(p.p.)

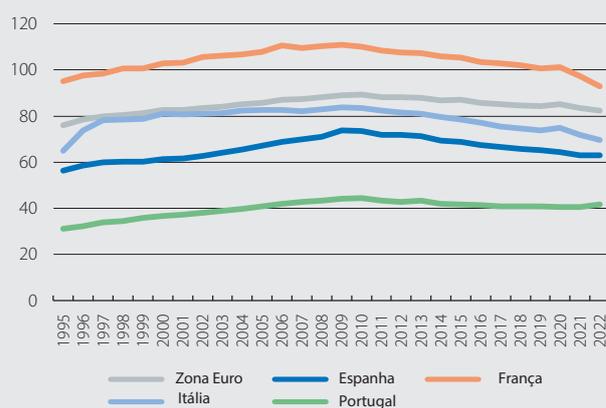


Nota: A PTF é equivalente à produtividade total dos fatores.

Fonte: BPI Research, com base em dados EUKLEMS.

Produtividade por hora trabalhada em relação à Alemanha

Índice (100 = Alemanha)



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

médio entre 2014 e 2022, em termos reais, foi de 0,3%, inferior aos 0,9% registados no conjunto da UE. Numa comparação internacional, verifica-se (ver o segundo gráfico) que existe uma diferença significativa entre o nível de produtividade espanhol e o da Zona Euro e das principais economias europeias. O PIB nominal por hora trabalhada em Espanha em 2022 (dados que já têm em conta a revisão da série cronológica do PIB espanhol realizada em setembro de 2023) foi 76% do valor registado na Zona Euro e apenas 63% da Alemanha. Tão mais preocupante que o desnível existente é o facto de este ter diminuído pouco nas últimas duas décadas (em 2000, o PIB espanhol por hora trabalhada era 74% do valor registado na Zona Euro e 61% do da Alemanha).

O que explica estas diferenças? Um dos fatores-chave da produtividade reside na qualidade do capital humano de

uma economia. Os trabalhadores com um elevado nível de educação e de competências técnicas são mais produtivos. Um estudo do Banco de Espanha (ver terceiro gráfico) revela que existe um défice significativo no nível de formação dos trabalhadores e empregadores espanhóis em comparação com a média da Zona Euro.¹

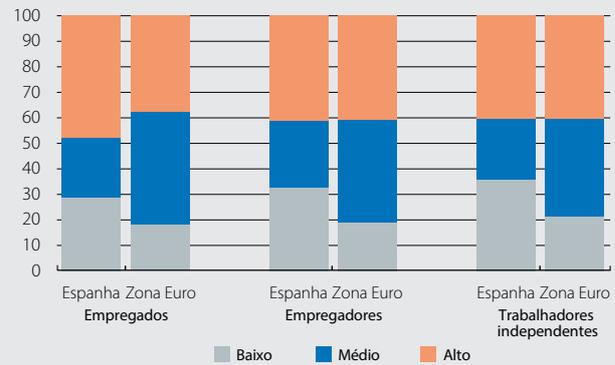
Além disso, um aspeto fundamental para a produtividade é a dimensão das empresas. O nível de produtividade das grandes empresas em Espanha é mais do dobro do das microempresas. Porém, o peso das médias e grandes empresas na economia espanhola é inferior ao de outros países. Em Espanha, cerca de 35% do emprego está em empresas com mais de 50 trabalhadores, uma proporção que aumenta para 66% na Alemanha. Em Espanha, é necessário fazer mais para impulsionar o crescimento das suas microempresas e PME.

Diversos estudos salientam que as grandes empresas têm uma maior propensão para investir em ativos incorpóreos e sublinham que este investimento é um catalisador de ganhos de produtividade.² Os ativos incorpóreos que contribuem para a melhoria da produtividade incluem, por exemplo, modelos de gestão e de eficiência organizacional, *marketing*, capital de marca, bases de dados, formação específica desenvolvida internamente ou *software*. Nas economias altamente desenvolvidas e próximas da fronteira tecnológica, tais aspetos são ainda mais determinantes do crescimento da produtividade. Por isso, quando se fala do futuro da produtividade em Espanha, é essencial analisar o peso do investimento em investigação e desenvolvimento na economia. Mais especificamente, a percentagem do PIB atribuída à investigação e desenvolvimento (ver quinto gráfico) em Espanha é de 1,3% do PIB, claramente abaixo da média da Zona Euro de 2,0%.

Em resumo, uma melhoria substancial da produtividade na economia espanhola requer uma ênfase, entre outras alavancas, na educação, na dimensão das empresas e na inovação.

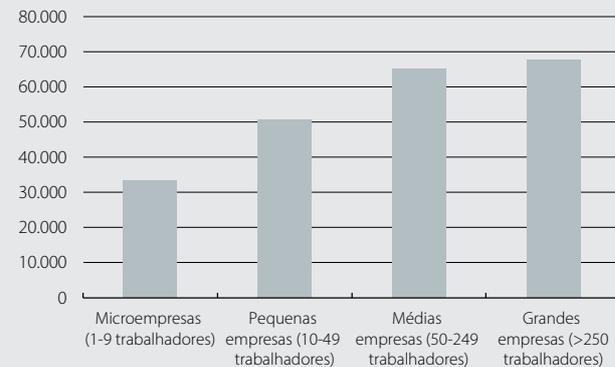
1. Ver Gavilán, Á. (2022). «Crescimento da produtividade na economia espanhola: sintoma ou problema?». Conferências CEPYME: O problema da produtividade na empresa espanhola.
 2. Ver Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C. et al. (2018). «Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth». Journal of Infrastructure Policy and Development.

Espanha e Zona Euro: distribuição por nível de instrução das pessoas empregadas (2019)
(%)



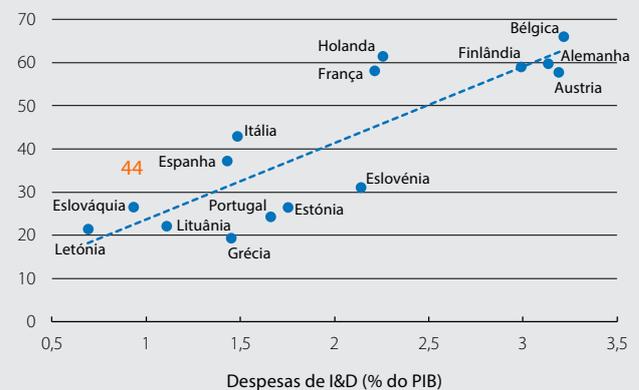
Fonte: Banco de Espanha, com base em dados do Eurostat.

Espanha: valor acrescentado por trabalhador, por dimensão da empresa
(Euros)



Nota: Ano 2021.
 Fonte: OECD Compendium of Productivity Indicators 2023.

Produtividade por hora trabalhada
(Euros)



Nota: Ano 2021.
 Fonte: BPI Research, com base em dados da OCDE e da Eurostat.

O sector agroalimentar espanhol está a progredir numa conjuntura económica difícil¹

A produção vegetal espanhola registou, em 2022, uma queda acentuada em volume (-13,6%), que quebrou a tendência ascendente dos anos anteriores. Embora o declínio tenha sido generalizado em todas as culturas e países europeus, a queda em Espanha foi maior do que no conjunto da UE (-4,6%). O sector agroalimentar espanhol sofreu não só o forte aumento dos custos de produção que começou em 2021 com a reabertura da economia após a pandemia e aumentou com a guerra na Ucrânia, mas também foi afetado pela seca prolongada na Península Ibérica.

As estimativas para a colheita de 2023 são novamente particularmente negativas para o nosso país, em contraste com uma evolução mais positiva para a média da UE. A produção de cereais de inverno seria uma das mais afectadas, com cerca de 9 milhões de toneladas (Mt) em 2023 (em comparação com 14,4 Mt em 2022 e 19,3 Mt em 2021),² o que implica uma queda muito significativa nos rendimentos dos cereais (mais de 30%), em contraste com o melhor desempenho da média da UE.³ A produção de azeite também sofreu uma queda significativa, de 1 489 351 toneladas no ano passado para 675 093 toneladas na campanha de 2022-2023, o que representa uma queda de 55% na produção e explicaria o aumento significativo do seu preço.⁴

A redução dos custos de produção contribuirá para conter a inflação dos produtos alimentares

As perspetivas são um pouco mais favoráveis para os custos de produção do setor, graças a uma descida significativa dos preços das matérias-primas agrícolas e dos preços da energia nos mercados internacionais em relação aos níveis recorde do ano passado.⁵ O índice de preços das matérias-primas agrícolas do Banco Mundial diminuiu 31,5 % entre o seu pico em maio de 2022 e agosto de 2023 (últimos dados disponíveis). Apesar de a Rússia ter anunciado em julho que não prolongaria o Acordo sobre os Cereais do Mar Negro, é notável que os preços dos produtos agrícolas nos mercados internacionais se tenham mantido relativamente estáveis desde então. Esta situação deve-se, nomeadamente, ao abrandamento da atividade

1. Para uma análise mais pormenorizada, ver o *Relatório Sectorial Agroalimentar 2023*.

2. Ver Ministério da Agricultura, Pescas e Alimentação. «Avanço das superfícies e rendimentos das culturas», maio de 2023.

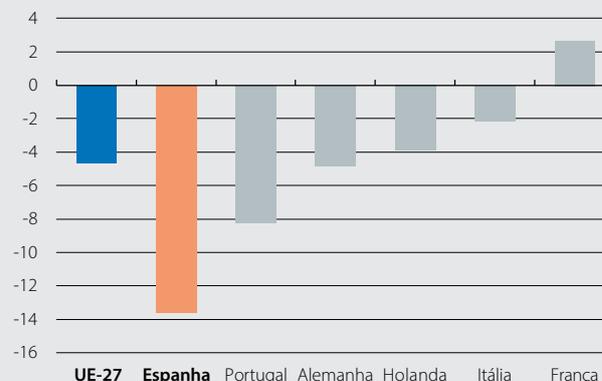
3. Ver «Crop monitoring in Europe», JRC MARS Bulletin, vol. 31, n.º 8, 21 de agosto de 2023.

4. Ver MAPA. «Análise da situação do mercado do sector do azeite, da azeitona de mesa e do óleo de bagaço de azeitona. Campanha 2022/2023», agosto de 2023.

5. O recente aumento do preço do petróleo, se vier a revelar-se mais persistente do que o previsto, poderá limitar a descida dos custos da energia.

Espanha e UE: produção vegetal

Variação em 2022 (%)

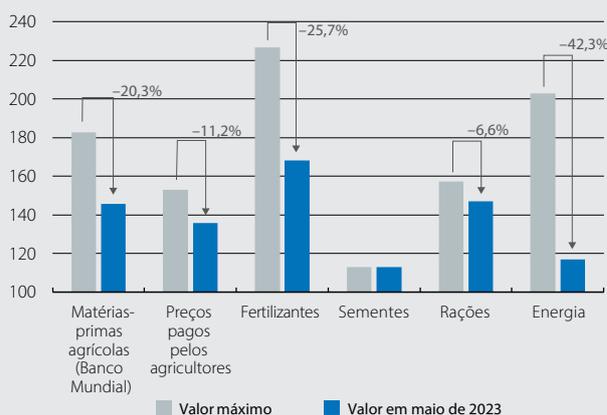


Nota: Variação a preços constantes.

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

Espanha: custos de produção no sector agrícola

Índice (100 = 2019)



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

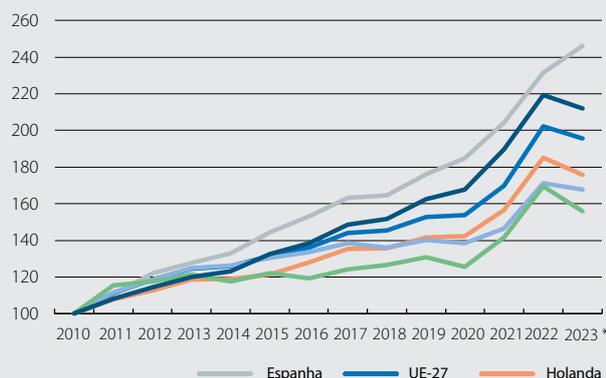
económica mundial, em especial na China, à reorientação do comércio internacional de produtos de base para outros produtores e às previsões muito positivas para a produção agrícola mundial no próximo ano.

A queda global dos preços começa a fazer-se sentir nos preços pagos pelos agricultores em Espanha. Os custos dos *inputs* de produção agrícola diminuíram 11,2% entre agosto de 2022 (quando atingiram o pico) e maio de 2023 (últimos dados disponíveis), especialmente a energia (-42,3%) e os fertilizantes (-25,7%). Apesar desta diminuição, os custos continuam a ser cerca de 35% superiores à média de 2019.

Não obstante, a queda do preço dos alimentos para animais, que é a maior componente da estrutura de custos do sector primário (54,4 % do total em 2022), é ainda muito limitada (-6,6 % desde o pico em novembro de 2022). Ten-

Espanha: exportações agroalimentares

Valor (100 = 2010)



Nota: * Até junho.

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

do em conta que a Espanha importa cerca de metade dos cereais destinados à alimentação animal, a descida do preço dos cereais nos mercados internacionais deverá contribuir para conter a fatura da alimentação do gado nos próximos meses.

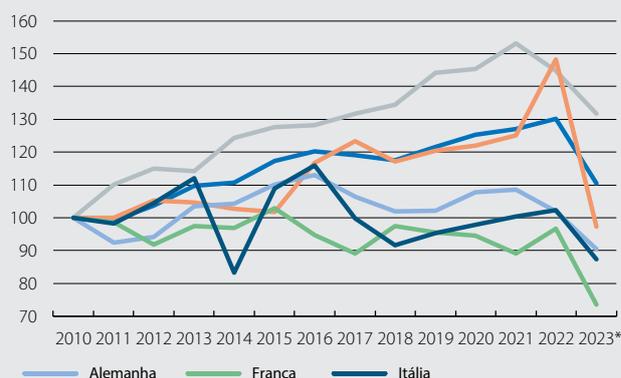
A moderação dos custos dos factores de produção no sector agrícola deverá atenuar as pressões inflacionistas sobre os preços dos produtos alimentares pagos pelo consumidor final. O IPC dos produtos alimentares aumentou 10,1% em agosto de 2023, em termos homólogos, o que continua a ser uma taxa invulgarmente elevada, mas representa uma moderação considerável em relação ao aumento máximo de 15,7% registado em fevereiro de 2023. Esta situação, associada à recuperação gradual do poder de compra das famílias nos últimos trimestres, deverá impulsionar a procura de alimentos por parte das famílias.

A competitividade do sector agroalimentar espanhol mantém-se, apesar das inclemências do contexto

Uma preocupação atual é o impacto do aumento dos custos na competitividade do sector agroalimentar. Contudo, quando comparamos a evolução das exportações agroalimentares espanholas com a das outras potências europeias (França, Itália, Alemanha e Países Baixos), verificamos que a Espanha teve uma evolução relativamente positiva.

As exportações agroalimentares espanholas, em termos de valor, continuaram a registar um forte crescimento nos últimos dois anos, condicionado pelos elevados preços da maioria dos produtos nos mercados internacionais. Já em termos de volume, acumularam descidas de 5,5% em 2022 e 9,1% em 2023 (em termos homólogos até junho), embora estas descidas tenham sido menos acentuadas do que nos principais países europeus ou no conjunto da UE (-15,1%).

Volume (100 = 2010)



A elevada quota-parte do sector agroalimentar espanhol no comércio mundial e a sua boa evolução relativa ao longo do tempo são outras provas da força do sector. Segundo dados de 2021 (os mais recentes disponibilizados pela OMC), Espanha ocupa o sétimo lugar no *ranking* mundial dos exportadores e o quarto entre os países europeus (atrás dos Países Baixos, da Alemanha e da França, mas à frente da Itália), com 3,8% das exportações mundiais, uma percentagem muito mais elevada do que a quota no comércio total de mercadorias (1,7%).

Além disso, desde 2010, Espanha melhorou a quota mundial nas exportações agroalimentares (+0,3 p. p.), um facto muito notável quando comparado com outras potências, nomeadamente os EUA, que perderam 0,8 pontos de quota neste período, a França (-1,2 pontos) ou os Países Baixos (-1,1 pontos). A análise das exportações espanholas ganha peso, passando de 10,9% em 2010 para 16,1% em 2023 (com dados até junho), se concentrarmos a análise nas 5 maiores potências europeias.

Resumidamente, a produção do sector agrícola espanhol sofreu uma forte queda em 2022 e as estimativas apontam para uma nova queda em 2023, devido ao forte aumento dos custos e aos efeitos das alterações climáticas, um dos principais desafios que o sector enfrenta. Todavia, apesar da queda da produção, as exportações agroalimentares tiveram um desempenho relativamente bom e os indicadores de competitividade do sector não parecem ter sofrido muito, por enquanto.

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	07/23	08/23	09/23
Indústria									
Índice de produção industrial	8,8	2,8	4,7	0,8	1,4	-1,7	-1,8	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,9	-5,0	-5,3	-4,4	-5,3	-9,6	-6,5	-8,8
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	49,2	45,6	50,1	48,5	47,8	46,5	47,7
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	...	...	...
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	31,5	25,9	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	51,0	50,8	56,3	56,0	52,8	49,3	...
Consumo									
Vendas a retalho	5,1	0,9	0,2	1,9	6,7	6,1	7,3	7,2	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	3,1	2,6	45,5	9,9	10,7	7,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-32,9	-28,1	-22,7	-18,9	-11,6	-15,1	-20,2
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	2,7	2,8	2,7
PIB	6,4	5,8	5,4	3,8	4,2	2,2	-	-	-

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	07/23	08/23	09/23
Inflação global	3,1	8,4	10,1	6,6	5,1	3,1	2,3	2,6	3,5
Inflação subjacente	0,8	5,1	6,2	6,5	7,6	6,2	6,2	6,1	5,8

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	07/23	08/23	09/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	23,3	22,9	20,5	12,3	10,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	38,1	33,4	24,0	10,7	7,1	...	...
Saldo corrente	11,5	7,3	6,1	7,3	21,5	28,8	31,0	...	...
Bens e serviços	17,9	18,5	14,4	18,5	34,1	43,3	45,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-6,4	-11,2	-8,3	-11,2	-12,6	-14,5	-14,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	22,4	19,2	18,0	19,2	35,1	42,7	44,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	5,3	3,8	1,7	0,4	-0,5	...	...
À vista e poupança	10,3	7,9	8,2	5,0	0,3	-4,0	-6,6	-7,2	...
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-19,2	-7,3	7,7	40,1	63,4	69,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	6,6	-3,2	7,4	6,8	12,3	6,9	...
TOTAL	6,7	5,2	5,4	3,2	2,1	0,8	0,4	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,3	0,7	1,3	0,5	-0,9	-2,2	-3,0	-3,5	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	2,4	0,9	-1,0	-2,7	-3,9	-5,0	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	1,1	0,2	-1,2	-2,4	-3,3	-3,4	...
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-0,9	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,2	...
Administrações Públicas	15,3	0,2	-3,5	-1,1	-0,2	-3,3	-5,1	-4,5	...
TOTAL	1,1	0,7	1,0	0,4	-0,9	-2,3	-3,2	-3,6	...
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

