

IM12

INFORMAÇÃO MENSAL
DEZEMBRO 2023



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
BCE em análise

ECONOMIA INTERNACIONAL
Japão: alteração da orientação da política monetária

As contas públicas dos EUA: situação e perspetivas

ECONOMIA ESPANHOLA
A intensidade exportadora dos sectores em Espanha

ECONOMIA PORTUGUESA

Famílias canalizam poupança para reduzir dívida

Desvendando o enigma da produtividade: produtividade intrasectorial ou especialização do emprego?

A fileira industrial do tomate em Portugal: retrato breve

INFORMAÇÃO MENSAL

Dezembro 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:

5 de dezembro de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *BCE em análise*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Japão: alteração da orientação da política monetária*

16 *As contas públicas dos EUA: situação e perspetivas*

20 ECONOMIA PORTUGUESA

22 *Famílias canalizam poupança para reduzir dívida*

24 *Desvendando o enigma da produtividade: produtividade intrasectorial ou especialização do emprego?*

26 *A fileira industrial do tomate em Portugal: retrato breve*

29 ECONOMIA ESPANHOLA

31 *A intensidade exportadora dos sectores em Espanha*

Um 2023 melhor do que o esperado

O ano de 2023 começou com uma previsão bastante sombria e carregada de receios. Esperava-se que as principais economias desenvolvidas crescessem de forma modesta e temia-se mesmo que algumas delas, como Portugal, registassem taxas de crescimento ocasionalmente negativas. O contexto mundial não convidava ao otimismo. Com o forte impacto que a guerra na Ucrânia tinha tido nos preços da energia e das matérias-primas em geral, os presságios não podiam ser bons. Nem mesmo a possibilidade de alguns países europeus terem de efetuar cortes de energia estava excluída.

No final, o balanço foi claramente mais positivo. Em termos de crescimento, há um ano, esperava-se que o PIB das economias americana e europeia crescesse 0,2% e -0,1%, respetivamente. Hoje, porém, com o ano quase a terminar, prevê-se que atinjam 2,4% e 0,5%. No caso da economia portuguesa, a melhoria das perspetivas ao longo do ano também foi notável. O consenso dos analistas coloca agora o crescimento do PIB em 2023 em 2,2%, quando há um ano se esperava que atingisse em torno de 1%.

Uma das chaves para esta melhoria foi a moderação dos preços da energia em geral, e do gás em particular, especialmente no mercado europeu. Há um ano, o mercado de futuros situava o preço do gás TTF, a referência na Europa, em 150 euros/MWh no final de 2023. No entanto, em novembro, foi negociado a cerca de 50 euros/MWh. Os países europeus reagiram rapidamente e conseguiram encontrar fontes de abastecimento alternativas ao gás russo mais facilmente do que o previsto. De facto, enfrentam este inverno com reservas completas e navios-tanque de GNL em fila de espera para descarregar. A moderação dos preços da energia fez com que a inflação se atenuasse mais rapidamente, o que significa que as famílias não perderam tanto poder de compra. Assim, o consumo das famílias resistiu melhor do que o previsto nos principais países desenvolvidos, prevendo-se que o crescimento em 2023 atinja 2,2% nos EUA e cerca de 1% em Portugal.

No caso da economia portuguesa, destaca-se também o sector externo, cujo desempenho foi muito melhor do que o esperado. A excelente época turística desempenhou, sem dúvida, um papel fundamental. Mas as exportações de serviços não turísticos também foram surpreendentemente dinâmicas. Assim, há um ano, esperava-se que o saldo da balança corrente em 2023 fosse negativo, com o consenso dos analistas a esperar um défice de cerca de 3,6 mil milhões de euros. Hoje, pelo contrário, o consenso dos analistas projeta praticamente o simétrico, 3,4 mil milhões de euros.

Outro fator que contribuiu para a contenção do choque energético foi o facto de as principais economias desenvolvidas terem sido capazes de o enfrentar sem grandes desequilíbrios macroeconómicos. Este facto impediu o desencadear de dinâmicas que teriam amplificado o impacto, tornando-o mais grave e persistente, como aconteceu com a crise imobiliária e financeira há pouco mais de uma década. Além disso, a resposta política, tanto na vertente orçamental como na monetária, foi rápida e eficaz em termos globais.

Tudo isto foi fundamental para que o emprego mantivesse uma dinâmica positiva durante 2023, ultrapassando largamente as perspetivas do início do ano. Perante a perspectiva de que a recessão seria temporária, muitas empresas preferiram manter os postos de trabalho, para evitar ter de voltar a procurar trabalhadores ao fim de pouco tempo num mercado de trabalho já bastante stressado e no qual várias empresas referem dificuldades em encontrar trabalhadores. Assim, a taxa de desemprego nos EUA e na área do euro está a caminho de fechar o ano com uma média mais de meio ponto abaixo do que era esperado no final de 2022, em 3,7% e 6,5%, respetivamente. No caso da economia portuguesa, apesar do alcance de um volume histórico de empregos, a taxa de desemprego é cerca de meio ponto percentual superior à que se estimava há um ano (o consenso espera 6,6%). Todavia, tal fica sobretudo a dever-se ao aumento da população ativa, isto é, disponível para trabalhar, que aumentou mais do que o esperado ou do que a tendência fazia antecipar. O que também constitui boas notícias e eventualmente, surge como contrapartida de aumento de imigração e da taxa de participação.

Para 2024, as previsões são menos promissoras, sobretudo porque se receia que o impacto da subida das taxas de juro possa ainda afetar a atividade económica. Para os Estados Unidos, o consenso dos analistas coloca a taxa de crescimento apenas ligeiramente acima de 1%, enquanto para a zona euro espera 0,6% e para a economia portuguesa antecipa 1,2%. Os riscos que rodeiam este cenário são numerosos, mas nem todos são negativos. Se as pressões inflacionistas consolidarem o rápido declínio que registaram nos últimos meses e se os bancos centrais baixarem as taxas de juro um pouco mais depressa do que o previsto, é provável que, dentro de um ano, voltemos a ter um balanço positivo.

Oriol Aspachs
Paula Carvalho

Cronologia

NOVEMBRO 2023

- 10** O programa Copernicus da UE indica que o ano de 2023 registou o período de janeiro-outubro mais quente mundialmente, com 1,43 °C acima da média de 1850-1900 e recordes nos meses de junho, julho, agosto, setembro e outubro.

SETEMBRO 2023

- 14** O BCE aumenta as taxas em 25 p.b. e situa a *depo* a 4,00% e a *refi* a 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* a 3,75% e a *refi* a 4,25%.

OUTUBRO 2023

- 7** Começa um novo conflito armado entre o Hamas e Israel.
- 20** A Grécia recupera o grau de investimento depois de a S&P ter melhorado o seu *rating* soberano para BBB-.

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* a 3,50% e a *refi* a 4,00%.

Agenda

DEZEMBRO 2023

- 1** Espanha: *rating* DBRS.
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
Portugal: produção industrial (outubro).
- 12-13** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 14** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 14-15** Conselho Europeu.
- 18** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (3T).
- 20** Portugal: balança de pagamentos (outubro).
- 22** Espanha: contas nacionais trimestrais (3T).
Portugal: contas nacionais trimestrais (3T).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (3T).
Espanha: execução orçamental do Estado (novembro).
- 26** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T).
Portugal: preços da habitação (3T).
- 28** Portugal: NPL (3T).
- 29** Espanha: previsão do IPC (dezembro).
Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
Portugal: previsão do IPC (dezembro).

JANEIRO 2024

- 3** Espanha: inscrição na segurança social e desemprego registado (dezembro).
- 5** Zona Euro: estimativa do IPC (dezembro).
- 8** Portugal: emprego e desemprego (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (dezembro).
- 9** Portugal: comércio internacional (novembro).
Portugal: volume de negócios na indústria (novembro).
- 10** Espanha: contas financeiras (3.º trimestre).
- 22** Espanha: empréstimos, depósitos e crédito malparado (novembro).
- 25** Conselho do Banco Central Europeu.
EUA: PIB (4.º trimestre e 2023).
- 26** Espanha: inquérito às forças de trabalho (4.º trimestre).
- 30** Espanha: estimativa do PIB (4.º trimestre).
Espanha: estimativa do IPC (janeiro).
Portugal: estimativa do PIB (4T).
Zona Euro: PIB da Zona Euro (4.º trimestre).
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 30-31** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 31** Portugal: estimativa do IPC (janeiro).
Portugal: execução orçamental (dezembro).

Ventos de mudança na política monetária

Depois de terem lançado o mais intenso processo de aperto monetário das últimas décadas, parece que os bancos centrais estão a caminho de resolver a inesperada subida da inflação que a economia internacional teve de enfrentar desde o primeiro semestre de 2021. Ou, pelo menos, é isso que está a ser antecipado pela reviravolta nas expectativas de política monetária que se verificou a partir da primeira quinzena de novembro, quando as surpresas positivas nos dados do IPC nos EUA, na UEM e na Grã-Bretanha não só eliminaram a perspetiva de novas subidas das taxas, como também abriram a possibilidade de cortes a partir do segundo trimestre de 2024. Assim, os investidores passaram a esperar reduções de 125 p. b. dos dois lados do Atlântico nos próximos 12 meses, o que se traduziu em descidas acentuadas das yields soberanas (entre 50 e 80 pontos base nos índices de referência a 10 anos) e da Euribor a 12 meses (de 4,1% para 3,7%), subidas acumuladas em quatro semanas de quase 10% nos principais índices bolsistas e reduções dos custos de financiamento dos emittentes privados entre 50 pontos base para as empresas com *rating de investment grade* na Europa e 110 p. b. para as empresas consideradas «*high yield*».

O resultado deste movimento de «*risk-on*», para além da forte revalorização de todos os tipos de carteiras de investimento, tem sido uma intensa flexibilização das condições financeiras em antecipação da viragem da política monetária esperada para 2024. A base para esta mudança de expectativas é sólida, uma vez que a tendência da inflação subjacente se situaria perto dos 3%, longe dos máximos de 2022 (6%), refletindo o facto de a parte mais difícil do trabalho dos bancos centrais já ter sido efetuada. Este facto seria corroborado por medidas de *momentum* da inflação, como a versão corrigida de sazonalidade (e anualizada) do IPC publicada pelo BCE (3,0% no IPC global e 2,0% no IPC subjacente no mês passado) ou o desempenho de rubricas-chave nos EUA para a evolução dos preços, como o «*shelter*» (+0,3% em outubro). A partir daqui o cenário «*idílico*» que os mercados antecipam para 2024 tem dois pontos fracos: a necessidade de os bancos centrais manterem firmeza no tom da política monetária até terem sinais conclusivos de que não há obstáculos significativos no que falta do caminho (transição da inflação entre 3% e 2%) e, relacionado com o anterior, o pressuposto de que esta correção mais rápida da inflação pode ser conseguida com um custo muito moderado em termos de atividade. Em suma, o comportamento dos mercados financeiros desde 13 de novembro antecipa uma aterra-

gem suave e imaculada da atividade, sem danos colaterais nem risco de novos «*shocks*» no horizonte. Assim, neste jogo do gato e do rato entre investidores e bancos centrais, nas próximas semanas será a vez de as autoridades monetárias tentarem, com uma comunicação bem calibrada, modular uma euforia recente nos mercados financeiros que poderia constituir um obstáculo à realização dos objetivos em tempo útil.

A realidade é que, para uma economia tão endividada como a atual, esta viragem monetária, ainda que de menor intensidade do que atualmente se desconta, seria um bálsamo importante para os cenários de crescimento, bem como para os riscos de estabilidade financeira em 2024. Recorde-se que, segundo dados do IIF (Institute of International Finance), no final do 3T deste ano a dívida pública e privada acumulada pela economia mundial ascendia a 307 biliões de dólares (335% do PIB), um aumento de quase 75% desde 2008 (+133 biliões de dólares). Tendo em conta que o crescimento médio desde a grande crise financeira foi de 3,1%, isto significa que, para gerar cada ponto adicional de atividade, a economia mundial precisou de endividar-se em mais de 2,8 biliões de dólares (quase o dobro de uma economia como a espanhola, por exemplo). Esta dependência da alavancagem aumentou desde 2018, com a dívida global a aumentar 4,8 biliões de dólares por cada ponto de crescimento, num ambiente desafiante em que os custos da pandemia, a fatura da guerra e o aumento dos preços da energia tiveram de ser suportados.

Por tipo de agente, o aumento da dívida pública desde a pandemia tem sido superior ao aumento da dívida privada, com tendências mais negativas nos países desenvolvidos do que nos países emergentes, refletindo um maior esforço fiscal no espaço da OCDE para amortecer o impacto dos diferentes choques de oferta. De referir ainda que, no próximo ano, as amortizações que os países emergentes terão de enfrentar serão semelhantes às deste ano (cerca de 7 biliões de dólares), enquanto no caso dos países desenvolvidos o aumento é muito mais significativo (18 biliões em 2024, face a 10 biliões em 2023), com especial destaque para as necessidades de financiamento dos EUA. Tudo isto, juntamente com um ambiente político desafiante, com eleições nos EUA, México e Índia e, portanto, com importantes incertezas do lado fiscal, antecipam uma trajetória com um pouco mais de sobressalto do que os mercados esperam atualmente.

José Ramón Díez

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,75	4,25	2,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,65	3,85	2,40
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	5,50	3,15	2,80
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,66	4,30	4,20	2,80	2,50
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	3,60	3,10	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	4,00	3,00
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,91	3,45	2,55
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,87	3,19	2,48
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,82	2,94	2,40
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,95	3,00	2,43
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	4,08	3,06	2,45
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	3,15	2,50	2,25
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,70	2,60	2,50
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	3,05	2,82	2,67
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	3,13	2,99	2,83
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,80	3,60	3,30
Prémio de risco	11	158	73	105	110	100	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	3,22	3,04	2,93
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	3,24	3,14	3,03
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	3,60	3,45	3,30
Prémio de risco	19	297	65	97	90	85	80
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,07	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,87	0,89	0,90
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	85,0	79,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	79,4	70,5	63,5

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	2,9	6,3	3,5	2,8	2,9	3,1
Países desenvolvidos	2,7	1,0	5,6	2,6	1,4	1,1	1,7
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,0	0,8	1,7
Zona Euro	2,2	0,3	5,6	3,4	0,5	0,7	1,6
Alemanha	1,6	0,8	3,1	1,9	-0,4	0,3	1,4
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,8	0,7	1,4
Itália	1,5	-1,0	7,0	3,8	0,7	0,6	1,7
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,4	1,8	2,4
Espanha	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,4	1,4	2,0
Japão	1,4	0,1	2,3	1,1	1,3	1,1	1,1
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	2,5	0,6	0,5	0,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	4,4	6,9	4,1	3,9	4,2	4,1
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	6,0	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	5,0	2,9	3,0	1,8	1,8
México	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,6	-2,1	2,7	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,3	2,6	3,5
Polónia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,3	2,6	3,2
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
Países desenvolvidos	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,6	1,9
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,2	2,4	1,7
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,6	3,1	2,1
Alemanha	1,7	1,4	3,2	8,7	6,2	3,3	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,3	2,9	2,0
Itália	2,4	1,3	1,9	8,7	6,6	2,9	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,6	2,4	2,1
Espanha	3,2	1,2	3,1	8,4	3,7	3,6	2,2
Japão	-0,3	0,4	-0,2	2,5	2,5	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,5	3,6	2,3
Países emergentes	6,7	5,5	5,9	9,8	8,5	7,1	5,4
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,7	2,0	1,6
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,3	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,6	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,8	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polónia	3,2	2,0	7,3	15,9	7,3	4,2	3,1

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,1	4,7	5,6	0,9	0,7	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,2	1,3	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	1,3	5,0	6,4
Bens de equipamento	3,2	2,0	15,3	5,5	-	-	-
Construção	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	0,7	1,6	2,5
Exportação de bens e serviços	5,3	2,2	12,3	17,4	5,5	2,7	4,5
Importação de bens e serviços	3,6	1,5	12,3	11,1	1,6	2,5	4,8
Produto interno bruto	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,4	1,8	2,4
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,7	2,0	1,1	0,4	0,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,0	6,6	6,0	6,6	6,5	6,3
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,6	2,4	2,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	0,7	0,4	0,6

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,9	7,2	4,8	2,2	1,9	2,2
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,3	3,4	-0,2	2,6	1,4	1,2
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,0	2,8	2,4	1,9	2,5	3,0
Bens de equipamento	4,9	-0,8	4,4	1,9	-0,1	3,7	3,1
Construção	5,7	-3,4	0,4	2,6	3,1	1,5	3,0
Procura interna (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportação de bens e serviços	4,7	1,1	13,5	15,2	0,6	-1,6	1,8
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	14,9	7,0	-0,7	-0,7	2,4
Produto interno bruto	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,4	1,4	2,0
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,9	6,6	3,8	2,2	1,4	1,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índice de preços no consumidor	3,2	1,2	3,1	8,4	3,7	3,6	2,2
Custos de trabalho unitários	3,0	1,1	0,3	0,4	3,9	3,1	2,6
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	1,8	1,7	1,9
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,9	1,5	1,5	2,0	2,4
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,8	-4,7	-4,2	-3,6	-3,0

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

Previsões

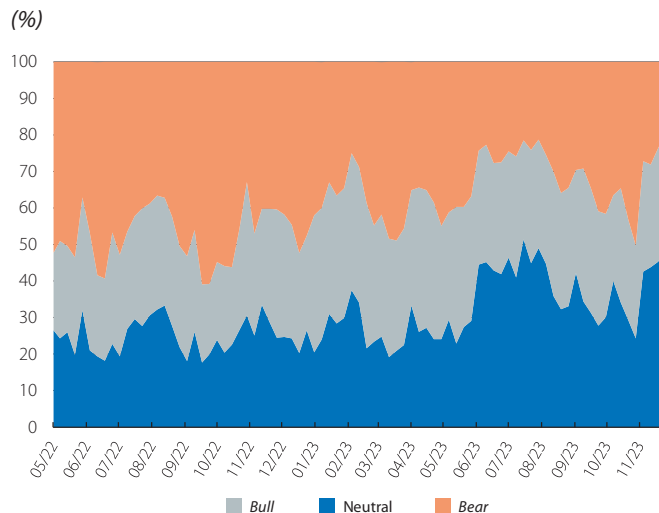
A expectativa de uma aterragem suave desencadeia um rally nos mercados

Reajustamento rápido do sentimento do mercado em novembro. O tom do mercado foi dominado, entre agosto e outubro, por uma política monetária restritiva, pela persistência de uma inflação acima do objetivo e pela expectativa de *higher for longer*, o que pesou sobre os mercados acionistas e impulsionou as *yields* soberanas. Mas com os novos dados económicos a apontar para uma aterragem suave das economias, a narrativa do mercado mudou de rumo em novembro. Por conseguinte, nesse mês, os investidores mostraram um tom de *risk-on* conduzindo a ganhos nos mercados bolsistas, a cortes nas *yields* das obrigações soberanas e, em última análise, a um enfraquecimento do dólar face aos seus principais congéneres.

Os bancos centrais deixam de aumentar as taxas e os mercados especulam sobre os primeiros cortes nas taxas. Durante as reuniões de outubro, os principais bancos centrais mantiveram as taxas de juro inalteradas, colocando-as em modo de pausa após dois anos de aumentos sustentados das taxas, naquele que foi um dos mais agressivos ciclos de aperto da política monetária das últimas décadas. Esta pausa foi interpretada pelos mercados como o fim do ciclo de subidas e os níveis atuais como o pico das taxas em ambos os lados do Atlântico, uma opinião partilhada pelo BPI Research. Não obstante, durante o mês, vários membros dos principais bancos centrais sublinharam por diversas vezes que ainda há algum caminho a percorrer para atingir o objetivo da inflação, salientando que a sua estratégia atual consiste em manter a política monetária numa orientação restritiva durante algum tempo e, de facto, formalmente, os comunicados dos bancos centrais ainda mantêm a porta aberta a novas subidas das taxas, se necessário. No entanto, em novembro, apesar destas mensagens, os mercados reforçaram as suas expectativas de cortes nas taxas até 2024, encorajados pelo arrefecimento dos indicadores de atividade económica e pela descida dos últimos dados sobre a inflação. No caso específico da Fed, no final de novembro, as expectativas dos investidores anteciparam a sua previsão para o primeiro corte para março de 2024 e projetaram cortes acumulados de -115 p.b. para o conjunto do ano (em outubro apontavam para junho o primeiro corte e descidas acumuladas de 65 p.b.). Quanto ao BCE, as taxas implícitas de mercado anteciparam o seu primeiro corte até março (anteriormente abril), com a expectativa de cortes de 120 p.b. no acumulado de 2024 (anteriormente 85 p.b.).

As *yields* das obrigações soberanas registam o pior mês dos últimos anos. Estas expectativas de uma inflexão da política monetária mais cedo do que tarde em 2024 resultaram num *ralli* significativo da dívida soberana. As taxas soberanas a 10 anos acumularam quedas de até mais de 60 p. b. nos EUA e quase 40 p.b. na Alemanha, os maiores movimentos desde 2011 no caso dos EUA e desde 2021 no caso da Alemanha, anulando grande parte dos ganhos da segunda metade do ano. Os prémios de risco das economias europeias periféricas diminuíram, dado que registaram descidas ainda mais acentuadas do que as economias centrais, com o impulso adicional da Itália na sequência da con-

EUA: sentimento do mercado

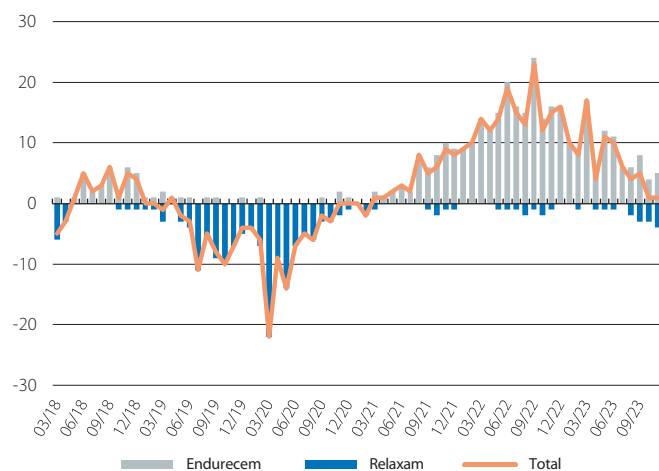


Nota: Percentagem de investidores que respondem ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), neutro ou pessimista (bear).

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

Bancos centrais ajustam as taxas

(Número)

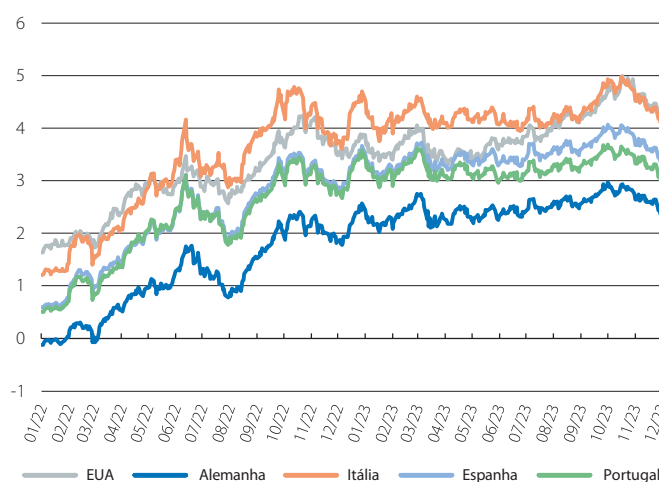


Nota: Amostra de 35 bancos centrais, 11 de economias avançadas e 24 de economias emergentes.

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

Taxas de juros da dívida soberana a 10 anos

(%)



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

firmação do seu *rating* soberano pelas agências de notação de crédito Moody's e Fitch. Embora mais limitadas do que as de longo prazo, as *yields* de curto prazo também registaram movimentos descendentes (por exemplo, cerca de 40 p.b. e 20 p.b. nas *yields* soberanas a 2 anos nos EUA e na Alemanha, respetivamente), pelo que as curvas soberanas permanecem invertidas.

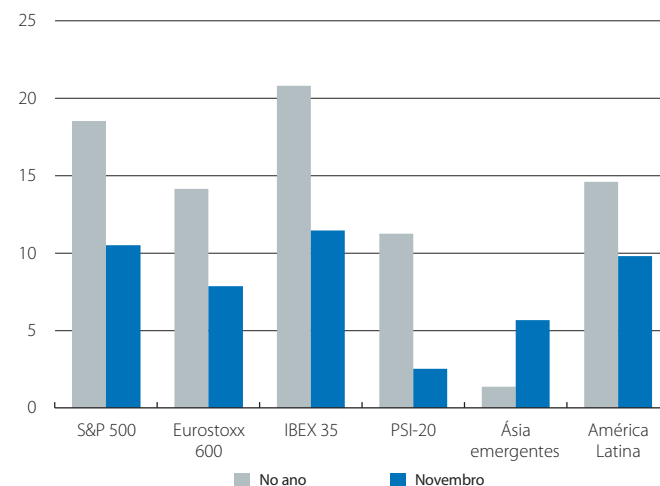
A volatilidade do mercado acionista atinge mínimos significativos. O aumento do apetite pelo risco contribuiu para uma diminuição da volatilidade (no caso do S&P 500, para mínimos de janeiro de 2020) e para uma melhoria do desempenho dos índices bolsistas em novembro. As principais bolsas registaram o seu melhor mês do ano, com aumentos de quase 8% no Eurostoxx 50 e de cerca de 10% no S&P 500. O IBEX 35 foi particularmente forte na Europa, atingindo o seu nível mais elevado do ano, após cinco semanas de ganhos (a melhor série desde o final de março). Os ganhos nos mercados emergentes também foram notáveis, com o MSCI EM a subir um pouco mais de 7%, principalmente devido à revalorização dos índices latino-americanos (com a Argentina a liderar após a vitória presidencial de Javier Milei). As bolsas chinesas, pelo contrário, fecharam praticamente estáveis, perante a falta de dinamismo da economia chinesa e as dificuldades persistentes no sector imobiliário.

O dólar perde atratividade. A moeda americana foi a protagonista do mês no mercado cambial, que, num ambiente favorável aos ativos de risco, perdeu a sua atração como ativo de refúgio. O dólar, em particular, registou o seu pior mês de 2023, depreciando-se face aos seus principais congéneres e com o índice DXY a cair 3%. O euro/dólar tocou \$1,10 momentaneamente, pairando em torno de \$1,09 a maior parte do tempo. No mesmo mês, o dólar chegou a dar tréguas à desvalorização do iene japonês, que passou de mínimos de 30 anos para um fortalecimento para níveis de setembro de 2023, numa altura em que se especulava sobre o fim do controlo da taxa de juro da curva soberana pelo Banco do Japão (ver o artigo «Japão: alteração da orientação da política monetária», neste relatório).

O petróleo desce com os olhares voltados para a OPEP e os seus aliados. As atenções no mercado das matérias-primas centraram-se na reunião da OPEP e dos seus aliados no final do mês, cuja expectativa manteve os preços do Brent num intervalo contido, à espera de novos anúncios, de modo que o tom *risk-on* de outros ativos financeiros não pesou sobre os preços do crude. Tal como previsto, os países membros anunciaram a extensão dos cortes de produção para 1 milhão de barris por dia (b/d), com cortes voluntários adicionais que poderão totalizar 2 milhões de b/d, com efeitos entre janeiro e março de 2024. Além disso, o período que antecedeu a reunião foi marcado por numerosos rumores de desacordos entre os membros africanos e a Arábia Saudita, o que gerou movimentos de vaivém nos preços do crude. O Brent oscilou claramente abaixo do nível de 90 dólares/barril em que terminou o mês de outubro, fechando finalmente o mês de novembro em torno dos 80 dólares/barril. As cotações foram também afetadas pelo crescente nervosismo quanto a um abrandamento da procura mundial, que já começava a manifestar-se nos elevados níveis de existências nos EUA. Já o *benchmark* europeu de gás natural prolongou as perdas para níveis inferiores a 44 euros/MWh, perante um nível de reservas elevado para a época do ano (perto de 95%) e um outono menos frio do que o habitual.

Bolsas internacionais

Variação (%)

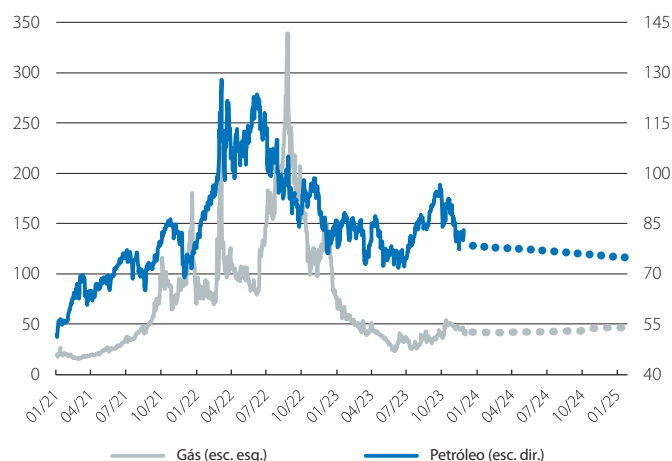


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços do gás e do petróleo

(€/MWh)

(\$/barril)



Notas: Gás natural TTF e petróleo Brent. Os pontos indicam os preços dos contratos de futuros de petróleo e gás para os meses de janeiro de 2024 a abril de 2025.

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

EUA: valorização do dólar

Índice

(Euro/dólar)



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

BCE em revista

O BCE está a rever o quadro operacional no âmbito do qual implementa as taxas de juro. Analisemos as principais questões do processo.

Como é que as taxas são aplicadas?

O BCE controla diretamente três taxas de juro: a *depo*, a *refi* e a MLF. A taxa *depo* é a taxa à qual os bancos podem depositar o seu excesso de liquidez no BCE e estabelece um limite mínimo para as taxas de juro do mercado (nenhuma instituição com acesso à taxa *depo* querará emprestar a taxas mais baixas). Em contrapartida, a MLF é o custo do empréstimo de liquidez do BCE pelo prazo overnight através da *marginal lending facility*, e estabelece um teto para as taxas de mercado (ninguém com acesso à MLF querará pedir emprestado a taxas mais elevadas).

Entre estas duas taxas está a *refi*, a taxa de referência antes da crise financeira mundial (GFC): tendo em conta uma taxa *refi*, o BCE estimava a procura de liquidez do sistema bancário no seu conjunto e fornecia-lhe empréstimos (a uma semana) concedidos à taxa *refi* (as chamadas operações de refinanciamento, que eram realizadas por leilão). Quando o BCE forneceu a totalidade da liquidez, o mercado interbancário foi responsável pela sua redistribuição entre os bancos. Conforme se pode observar no primeiro gráfico, os limites mínimos e máximos fixados pela *depo* e pela MLF garantiram que, nesta distribuição, as taxas de mercado estivessem sempre dentro do corredor e, antes da crise financeira mundial, o BCE conseguiu ancorá-las no meio (à taxa *refi*), injetando uma oferta total muito próxima da procura.

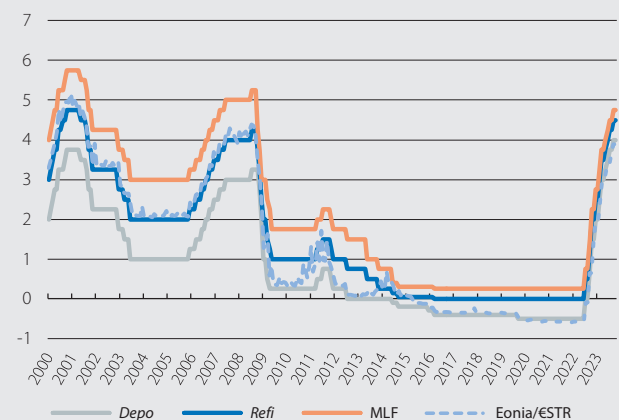
Contudo, com a crise financeira global e o congelamento do mercado interbancário, o BCE teve de adotar um papel mais direto. Os empréstimos à taxa *refi* tornaram-se, em 2008, *fixed-rate full allotment* (FRFA): em vez de leiloar montantes fixos, cada instituição podia obter do BCE toda a liquidez que desejasse. Este facto, e o forte crescimento da liquidez no sistema, acabaram por ancorar as taxas de mercado à *depo*: a possibilidade de depositar liquidez no BCE tornou-se a âncora para o preço de todas as outras utilizações alternativas desta liquidez abundante.

Porque é que existe tanta liquidez?

A abertura da porta foi feita pelo sistema FRFA em 2008, mas a liquidez começou a acumular-se de forma mais significativa em 2010-2012, na sequência do lançamento de instrumentos de estabilização financeira (com as compras do *Securities Markets Programme* e as injeções de VLTRO, entre outros), e foi muito intensificada pelos programas de compra de ativos lançados em 2015 (APP) e 2020 (PEPP) e pelas várias rondas de TLTRO direcionadas (empréstimos de longo prazo concedidos pelo BCE entre 2014 e 2021).

BCE: taxas de juro oficiais e de mercado

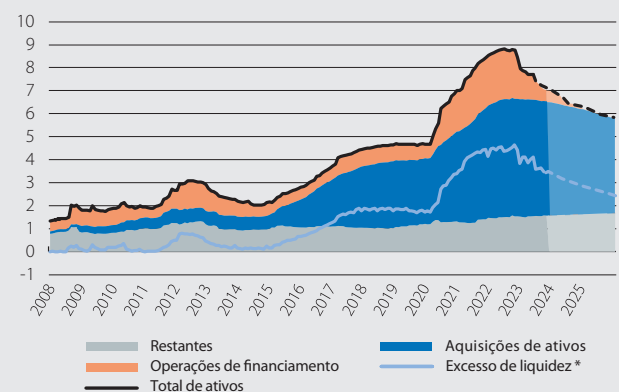
(%)



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

Balanço do BCE: ativos totais

(Biliões de euros)



Nota: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

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

Com os reembolsos das TLTRO direcionadas a partir de 2022 e a redução do APP a partir de 2023, iniciou-se uma diminuição sustentada do balanço do banco central e da liquidez sistémica. Justamente por isso, o BCE está agora a rever um quadro operacional baseado no excesso de liquidez.

Quais são as vantagens de aplicar taxas com excesso de liquidez?

O excesso de liquidez e o papel de âncora da taxa *depo* reduziram a volatilidade das taxas de juro do mercado. Adicionalmente, em comparação com o sistema anterior à crise financeira mundial, o BCE já não tem de estimar com exatidão as necessidades mínimas de liquidez do sistema regulatório.

1. Não se trata de um esforço pequeno, visto que as necessidades de liquidez são maiores (nomeadamente, por razões regulatórias e por uma maior perceção do risco) e mais incertas.

tema,¹ embora também não as possa flexibilizar: mesmo que a liquidez seja elevada no sistema como um todo, pode ocorrer turbulência se for distribuída de forma desigual, como exemplificado pelo *flash crash* no mercado de *fed funds* dos EUA em setembro de 2019. Por fim, uma liquidez abundante tem a vantagem de manter um grande volume de ativos seguros no sistema e, como medida de precaução, de garantir amortecedores contra episódios de stress.

Existem alguns inconvenientes?

A contrapartida mais direta é a grande dimensão do balanço que o banco central tem de manter, com a consequente pegada nos mercados financeiros (influenciando um vasto universo de taxas de juro e com efeitos secundários como a escassez de obrigações nos mercados secundários). Acresce que também acarreta riscos financeiros para a conta de resultados do próprio banco central. O excesso de liquidez injetado pelo banco central pode também desincentivar o mercado interbancário e distorcer o reporte das taxas de juro *benchmark*, como a €STR.²

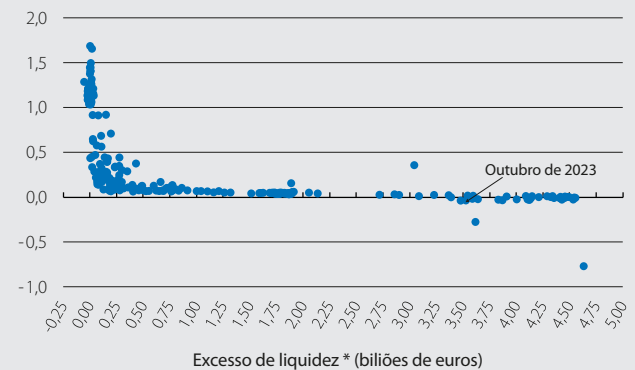
Existe uma opção que equilibre os custos e os benefícios?

Aparentemente, as declarações favorecem um sistema com liquidez abundante e a continuidade do quadro atual,³ mas com uma aplicação algo diferente.⁴ Embora o excesso de liquidez tenha sido agora injetado proativamente pelo BCE, uma alternativa seria oferecer operações de refinanciamento abundantes e regulares, sendo a própria procura a determinar e a satisfazer as suas necessidades de liquidez. O Banco de Inglaterra, instituição que adoptou o sistema, lança estas operações à mesma taxa que a taxa de remuneração das reservas. Se, por outro lado, o BCE seguisse o exemplo do Riksbank, que utiliza um sistema semelhante, poderia estabelecer um intervalo mais estreito: por exemplo, com operações de refinanciamento à taxa *refi*, e isto dentro de um corredor estreito entre a *depo* e a MLF (o corredor do Riksbank é de ± 10 p. b.).

Este sistema, para além de ser mais autorregulador (a procura é autossuficiente e é assegurada uma distribuição adequada da liquidez),⁵ tem as vantagens de ser robusto face às flutuações das reservas e de permitir ao banco central deter uma carteira de obrigações mais reduzida, com

Zona Euro: spreads entre taxas de juro e excesso de liquidez

Spread entre a taxa OIS e a taxa *depo* (p. p.)



Nota: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

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

uma menor presença nos mercados.

Quais são as perspetivas imediatas para o BCE?

A análise operacional do BCE determinará a dimensão e a composição do seu balanço de longo prazo. Estimamos que, em 2024 e 2025, ainda manterá um balanço relativamente elevado e continuará a operar com liquidez abundante. Até 2023, em particular, o balanço do BCE terá sido reduzido em 1 bilhão de euros devido aos reembolsos das TLTRO (-0,85 bilhões) e ao fim dos reinvestimentos APP (-0,2 bilhões). Tal dinâmica prosseguirá em 2024 e 2025, intensificada pelo fim dos reinvestimentos do PEPP, mas, mesmo que passassem a ser 1 para 1 sobre o excesso de liquidez, no final de 2025 este continuaria a ser superior a 2 bilhões (ver segundo gráfico),⁶ um nível confortável em que a *depo* continuaria a ser a âncora de referência para as taxas de mercado (ver terceiro gráfico).⁷

2. A €STR, que capta a taxa de empréstimo overnight entre instituições financeiras, é transacionada abaixo da *depo* (o seu limite inferior teórico). A €STR «tem fuga por baixo da *depo*» porque inclui transações entre instituições com acesso à facilidade permanente de depósito e instituições sem acesso: estas transações ganhavam peso relativo num mercado interbancário pouco dinâmico, acentuando a «fuga».

3. Philip Lane, *Central bank liquidity: a macroeconomic perspective*, 9 de novembro de 2023.

4. Isabel Schnabel, *Back to normal? Balance sheet size and interest rate control*, 27 de março de 2023.

5. Para isso, é essencial que as operações de refinanciamento não sejam estigmatizadas.

6. A presente projeção baseia-se no reembolso de todas as TLTRO remanescentes (cerca de 500 mil milhões de euros até dezembro de 2024), na utilização passiva do APP (zero reinvestimentos) e na utilização passiva do PEPP a partir do verão de 2024 (três meses com reinvestimentos a 50%, mais três meses a 30% e depois a 0%).

7. A relação histórica está sujeita às precauções habituais: alterações estruturais na procura de reservas podem fazer com que a taxa de mercado se desancore em níveis mais elevados de excesso de liquidez do que no passado.

Taxas de juro (%)

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	250,0
Euribor 3 meses	3,96	3,97	-1	183,2	199,2
Euribor 12 meses	3,93	4,05	-13	63,5	108,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,43	3,64	-21	82,8	129,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,82	3,02	-20	5,2	78,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,45	2,81	-36	-12,4	63,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,47	3,88	-41	-19,1	65,9
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,14	3,53	-39	-44,9	40,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	100,0	150,0
SOFR 3 meses	5,37	5,38	-1	78,2	91,9
Dívida pública a 1 ano	5,12	5,45	-33	43,0	50,2
Dívida pública a 2 anos	4,68	5,09	-41	25,4	45,3
Dívida pública a 10 anos	4,33	4,93	-60	45,2	82,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2023 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	68	86	-18	-23,1	-19,9
Itraxx Financeiro Sénior	78	98	-20	-21,2	-18,7
Itraxx Financeiro Subordinado	142	179	-37	-29,8	-29,6

Taxas de câmbio

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,089	1,058	3,0	1,7	3,5
EUR/JPY (ienes por euro)	161,370	160,410	0,6	14,9	13,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,863	0,870	-0,9	-2,6	0,4
USD/JPY (ienes por dólar)	148,200	151,680	-2,3	13,0	9,5

Matérias-primas

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	529,9	539,5	-1,8	-4,5	-6,4
Brent (\$/barril)	82,8	87,4	-5,2	-3,6	-4,7
Ouro (\$/onça)	2.036,4	1.983,9	2,6	11,6	12,9

Rendimento variável

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2023 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.567,8	4.193,8	8,9	19,0	12,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.382,5	4.061,1	7,9	15,5	10,0
Ibex 35 (Espanha)	10.058,2	9.017,3	11,5	22,2	19,6
PSI 20 (Portugal)	6.474,6	6.257,1	3,5	13,1	9,2
Nikkei 225 (Japão)	33.486,9	30.858,9	8,5	28,3	18,6
MSCI emergentes	987,1	915,2	7,9	3,2	0,9

Expetativas pessimistas e cautela na economia internacional

A incerteza continua à medida que o ano se aproxima do fim.

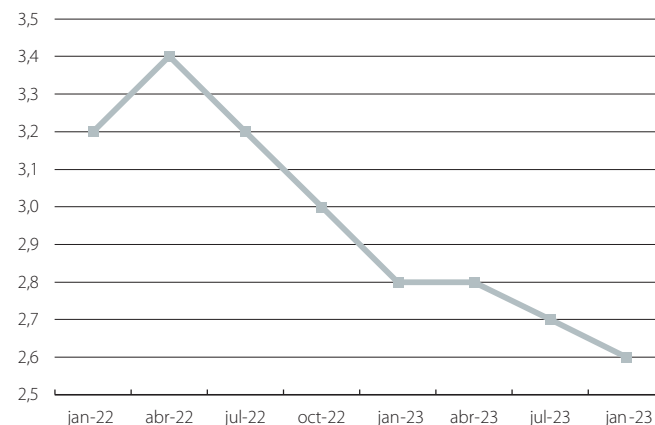
A economia mundial enfrenta o final de 2023 e o início de 2024 com um arrefecimento a velocidades desiguais, especialmente intenso na Europa, bastante moderado nos EUA e com a China a cumprir os objetivos de crescimento das autoridades, mas envolvida nas dificuldades do seu sector imobiliário. A economia mundial procura, neste momento de viragem, uma aterragem suave que permita reduzir a inflação a um custo controlável em termos de crescimento, mas fá-lo num ambiente que não está isento de riscos importantes. Na frente geopolítica, à guerra na Ucrânia junta-se o conflito entre Israel e o Hamas, enquanto na frente mais estritamente económica, a inflação ainda tem um longo caminho a percorrer para atingir os objetivos dos bancos centrais e, embora o aperto da política monetária pareça ter atingido o seu pico, os seus efeitos ainda se estão a dessiminar.

Os EUA... ou a crónica de um abrandamento previsto que se recusa a acontecer.

Os aumentos de taxas aprovados pela Fed (525 p.b. a partir de fevereiro de 2022) ainda não são visíveis nos agregados macroeconómicos. Com efeito, no 3.º trimestre, o PIB registou ainda um crescimento vigoroso de 1,3% em termos trimestrais (mais do dobro do verificado no 1.º semestre), graças ao dinamismo do consumo privado (0,9% vs. 0,2%) e em detrimento da poupança (4,0% do rendimento disponível vs. 5,1% no segundo trimestre). No entanto, no quarto trimestre, diferentes *trackers* apontam para um abrandamento do PIB para 0,5% em termos trimestrais e, embora a economia pareça estar a atingir uma aterragem suave, não podemos excluir um arrefecimento ainda maior no primeiro semestre de 2024. Os indicadores disponíveis apontam nessa direção. Por conseguinte, as vendas a retalho e a produção industrial caíram em outubro (−0,1% e −0,6% em termos mensais, respetivamente), enquanto os indicadores de clima industrial e de confiança arrefeceram a possibilidade de uma recuperação: o ISM reafirmou em outubro valores compatíveis com as quedas no sector da indústria transformadora (46,7 vs. 49,0) e confirmou a diminuição dos serviços (51,8 vs. 53,6), com a confiança dos consumidores a cair em novembro pelo quarto mês consecutivo (61,3 vs. 63,8) e um PMI composto em linha com uma atividade praticamente estagnada (50,7 em novembro). Entretanto, a inflação voltou a descer em outubro, especialmente a inflação global (3,2% vs. 3,7%), enquanto a correção da inflação subjacente permaneceu mais branda (4,0% vs. 4,1%). Os indícios de desinflação são igualmente observados noutros indicadores (preços no produtor de 2,4% em termos homólogos, contra 5,0% no início do ano; ou custos de frete já abaixo da sua média pré-COVID) sugerem que o objetivo de 2,0% da Fed deverá ser atingido algures na segunda parte de 2024.

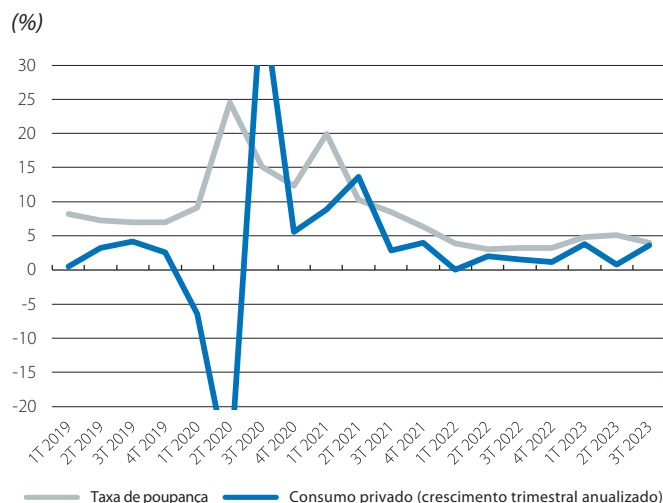
A Zona Euro enfrenta expetativas mais fracas. A economia caiu no terceiro trimestre (−0,1% em termos trimestrais) e as perspetivas para os próximos meses não estão a melhorar. Com efeito, a consolidação do indicador de clima empresarial PMI em novembro abaixo do limiar de 50 pelo sexto mês consecutivo levanta a possibilidade de uma nova queda moderada do PIB para fechar o ano, um risco para o qual a evolução do índice de sentimento económico da Comissão Europeia também alerta. A Comissão salienta ainda, no relatório do outono, que o aumento do custo de vida (ainflação aumentou mais de 12% desde janeiro de 2022), a fraca procura externa e as condições monetárias mais restritivas afeta-

Projeções de crescimento do PIB mundial para 2024 (%)



Fonte: BPI Research, com base nas previsões de consenso dos analistas publicadas pela Reuters.

EUA: consumo privado e taxa de poupança das famílias (%)



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

EUA: inflação global e subjacente

Variação homóloga (%)



Nota: * A subjacente exclui a energia e todos os produtos alimentares do índice de preços.

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

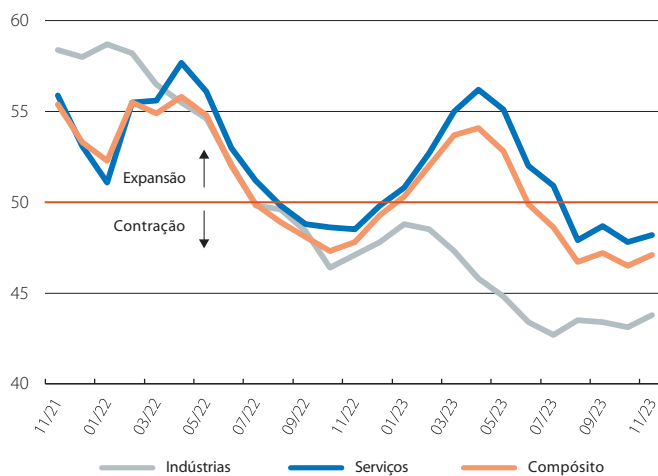
ram a atividade, o que explica o novo corte nas suas previsões de crescimento para a região no seu conjunto, para 0,6% em 2023 e 1,2% em 2024. Perante este contexto de abrandamento económico, a inflação intensificou a sua moderação em novembro, tanto a inflação global (2,4% vs. 2,9%) como a inflação subjacente (3,6% vs. 4,2%). Efetivamente, a inflação global caiu para mínimos do verão de 2021 e a inflação subjacente registou o valor mais baixo desde a primavera de 2022, com uma desagregação por componente em que se destaca a moderação dos serviços (-0,6 p.p. para 4,0%) e dos bens energéticos não industriais (2,9%, desfasada da normalização dos estrangulamentos globais nos preços finais). Além disso, a moderação da inflação foi generalizada nas principais economias e os dados corrigidos de sazonalidade publicados pelo BCE colocam o *momentum* nos 3,0% para a inflação global e nos 2,0% para a inflação subjacente (o *momentum* é a variação anualizada em termos semestrais do IHPC e reflete melhor as tendências recentes da inflação do que as taxas anuais).

A Alemanha está envolvida numa batalha de rigor orçamental. As autoridades alemãs, conscientes de que a sua economia foi uma das mais afetadas pela recessão económica, planearam redistribuir cerca de 60 mil milhões de euros inicialmente destinados a projetos de alterações climáticas para atenuar as consequências da pandemia, mas que não foram gastos. O Tribunal Constitucional alemão declarou, no entanto, esta «transferência» inconstitucional e reativou a regra do «travão da dívida» (que proíbe empréstimos superiores a 0,35% do PIB por ano). Esta decisão obrigou o governo a preparar um orçamento suplementar de cerca de 43 mil milhões de euros para o resto de 2023 e vai recorrer ao Parlamento para manter a suspensão do «travão da dívida» pelo quarto ano consecutivo, argumentando que persiste uma «situação de emergência» em 2023, adiando a reintrodução do «travão» para 2024.

Redução de impostos no Reino Unido para estimular a economia. O PIB estagnou no terceiro trimestre (0,0% em termos trimestrais vs. 0,2%), após um primeiro semestre mais dinâmico do que o previsto, e o próprio Banco de Inglaterra prevê que a atividade se mantenha praticamente estagnada até ao final de 2024. Esta fraqueza da economia levou o Ministro das Finanças, Jeremy Hunt, a apresentar medidas para relançar o crescimento (incluindo reduções de impostos para indivíduos e empresas) com um custo estimado de 15,6 mil milhões de libras por ano até 2029 (cerca de 0,5% do PIB). Prevê-se que estas medidas tenham um impacto modesto no crescimento. (menos de 0,3 p.p. em média por ano até 2029), o que explica o facto de o próprio gabinete orçamental britânico ter reduzido a sua previsão de crescimento potencial em 0,2 p. p. para 1,6%.

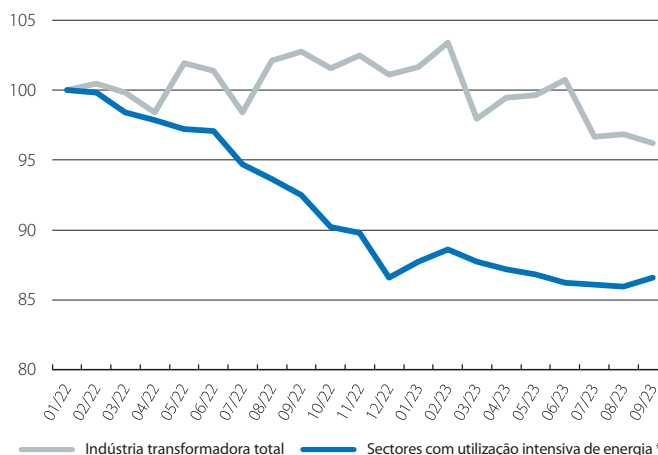
Crescimento no 3T na Eurásia e na América Latina, com algumas exceções. O PIB do Japão caiu mais do que o esperado (-0,5% em termos trimestrais vs. 1,1%), arrastado pela fraca procura interna, enquanto o PIB da Rússia conseguiu acelerar (1,3% em termos trimestrais vs. 0,8% anteriormente) graças à indústria do armamento e ao aumento de mais de 30% dos preços do cruzeiro no período. Em contrapartida, as economias latino-americanas registaram um bom terceiro trimestre: México, 1,1% em termos trimestrais vs. 0,8%; Chile, 0,3% vs. -0,3%, e a Colômbia, 0,2% vs. -1,0%. A aceleração da atividade na Ásia também foi generalizada no terceiro trimestre: China 1,3% vs. 0,5%; Filipinas 3,3% vs. -0,7%; Malásia 2,6% vs. 1,5%, ou Singapura 1,4% vs. 0,1%.

Zona Euro: PMI Índice



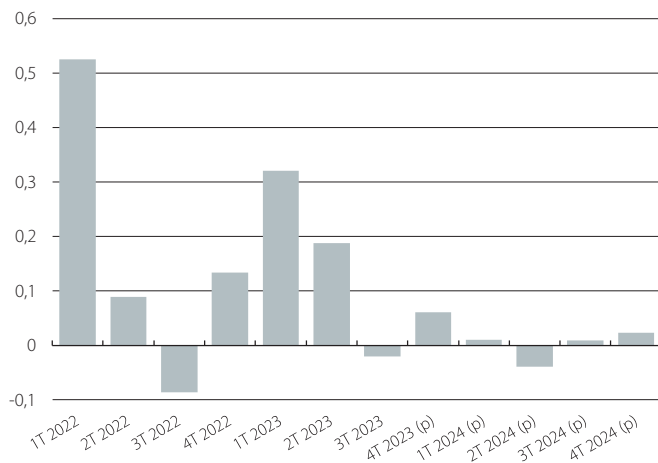
Zona Euro: produção industrial

Índice (100 = janeiro 2022)



Reino Unido: PIB

Variação em termos trimestrais (%)



Japão: alteração da orientação da política monetária

Impulsionado por uma economia que viveu um longo período de baixo crescimento e de inflação insuficiente, o Banco do Japão (BoJ) foi, desde a década de 2000, pioneiro em políticas monetárias não convencionais, como os programas de compra de ativos (QE), as taxas de juro negativas e a política de controlo da curva de rendimentos (YCC). O aumento dos preços no Japão nos últimos dois anos, inicialmente desencadeado por estrangulamentos, pelos preços mundiais da energia e dos produtos alimentares, e pela desvalorização do iene, mas que, mais recentemente, parece estar a gerar uma dinâmica autossustentada,¹ levou a que se repensasse a política monetária no país.

Como manter a curva de rendimentos sob controlo sem manter a curva de rendimentos sob controlo?

Nos últimos anos, um elemento central da política monetária do BoJ tem sido o YCC. Trata-se de um instrumento que consiste em fixar taxas de juro objetivo para tranches específicas da curva de rendimentos soberana, implicando um compromisso implícito de compra (ou venda) desses ativos no montante necessário para manter as taxas no objetivo. Em 2016, especificamente, depois de baixar a sua taxa diretora e atingir um mínimo de -0,1%, o BoJ decidiu tornar a política monetária mais restritiva, controlando a curva de rendimentos e definindo um objetivo para a taxa de juro soberana a 10 anos de 0%.² Por conseguinte, embora a extremidade curta das taxas japonesas estivesse ligada à taxa de política do BoJ, o YCC serviu para influenciar e ancorar a extremidade mais longa da curva de rendimentos.

Desde que o BoJ anunciou o YCC, conseguiu manter a taxa soberana a 10 anos perto de 0% com aumentos mais graduais do balanço do que no passado (ver segundo gráfico). Isso não invalida o facto de que, em alturas de tensão, como a pandemia, o BoJ teve de intensificar a sua intervenção. A partir de 2022, no entanto, numa altura em que a inflação começa a fazer-se sentir, o diferencial de taxas de juro em relação aos EUA aumentava, e o iene perdia valor (ver terceiro gráfico) - com as primeiras expectativas de que o BoJ poderia abandonar o YCC e os pequenos passos que

1. A inflação global situou-se em 3,3% em outubro, enquanto a inflação subjacente foi de 4,0%. O Banco do Japão prevê uma inflação de base de 3,8% para o ano fiscal de 2023 e de 1,9% para 2024.

2. Este tipo de instrumento permite, entre outras vantagens, uma comunicação clara da política monetária, contribuindo para transmitir maior segurança aos investidores. Deste modo, o YCC pode ser entendido como uma alternativa mais transparente aos programas de QE, que não deixam claro «quão baixo» o banco central pretende que essas taxas sejam. O YCC também pode ser mais eficiente do que os programas de QE, na medida em que, se os investidores acreditarem no banco central, o mesmo objetivo de taxa é alcançado com menos compras de ativos. Ver Focus «O controlo da curva de rendimentos: um novo instrumento para a Fed?», in IM09/2020.

Japão: inflação global e crescimento do PIB

Variação homóloga (%)

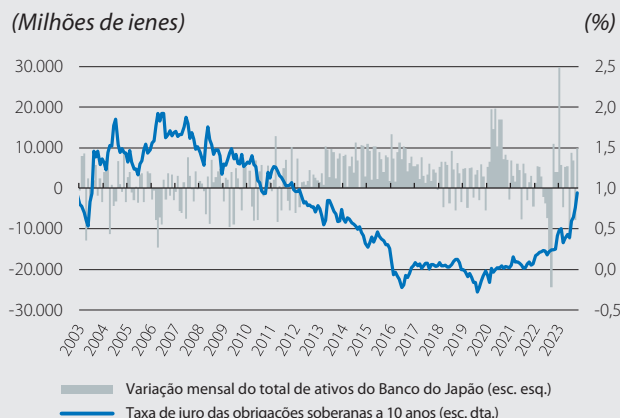


Nota: São apresentadas as médias móveis de quatro trimestres.

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

Japão: taxa soberana a 10 anos e ativos do banco central

(Milhões de ienes)



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

a instituição começou a dar nesse sentido, as taxas de juro a 10 anos «desancoraram» de 0% e estão recentemente a ser negociadas perto de 1%.

Esta desancoragem reflete, em parte, a menor rigidez do BoJ: apesar de ter um YCC com um objetivo de 0%, em 2018 introduziu uma banda de flutuação de $\pm 0,1$ p.p. em torno do objetivo, em 2021 alargou o intervalo para $\pm 0,25$ p.p., em dezembro de 2022 aumentou-o para $\pm 0,5$ p.p. e em julho de 2023 especificou que, para além dessa banda, considerava 1% como o teto que a taxa soberana a 10 anos poderia tocar. No final de outubro, surgiu mais um sinal de que o fim do YCC está próximo: sem mexer nas taxas de juro, o BoJ afirmou que o limite de 1% é considerado uma «referência», indicando uma maior tolerância para que a taxa soberana flutue nesse limiar e assinalando também a preocupação de que uma defesa rigorosa desse limite possa conduzir a uma deterioração do funcionamen-

to do mercado. Tal mudança de comunicação surge na sequência de outros pequenos progressos.³

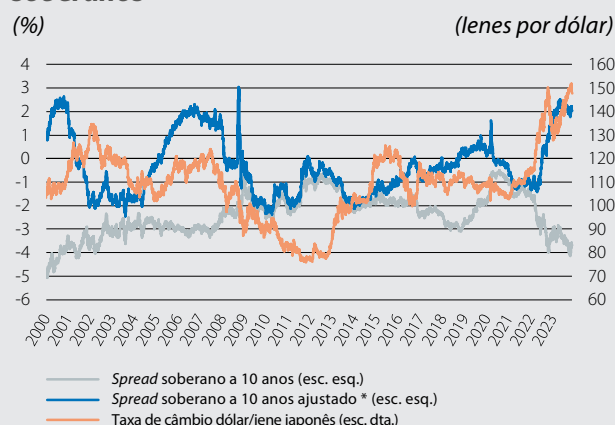
Embora o YCC possa ser considerado um sucesso até à data, do ponto de vista da ancoragem das expectativas e da gestão do balanço do banco central,⁴ numa altura de mudança da política monetária no Japão, existe incerteza quanto ao «dia seguinte». A título de exemplo, e embora se espere que o abandono do YCC seja prudente e gradual, existe o risco de que, quando o banco central deixar de fixar uma taxa de mercado, os preços dos ativos sofram forte volatilidade à medida que os investidores «testam» a nova taxa de equilíbrio, com as consequentes repercussões para os grandes investidores (em especial as instituições financeiras, como os fundos de pensões e as seguradoras), obrigando as autoridades a agir para apoiar o sistema financeiro.

«Estratégia Ueda»: um olho na estabilidade financeira... dois na deflação

Até à data, a resposta do mercado a estes ajustamentos da política monetária tem sido limitada, mantendo a estabilidade do mercado e o controlo da curva de rendimentos. Não obstante, a retirada do YCC apresenta desafios significativos. Internamente, o sector dos seguros é o mais exposto a subidas de taxas, sendo o segundo maior detentor de obrigações soberanas (a seguir ao BoJ), representando 40% dos seus ativos totais. Os fundos de pensões, por sua vez, poderão ser mais afetados por uma rápida apreciação do iene, visto que uma parte significativa dos seus ativos é denominada em moeda estrangeira. Externamente, o risco é que a redução do diferencial de taxas de juro entre o Japão e as outras grandes economias conduza a uma dinâmica mais forte de repatriamento de capitais. O próprio BCE chamou a atenção para o facto de uma retirada mais abrupta dos investidores japoneses do mercado obrigacionista da Zona Euro poder ter um efeito significativo nos preços, amplificando os efeitos da restrição quantitativa do próprio BCE.⁵

Em relação a 2024, espera-se que o fim do YCC conduza a um aumento gradual das taxas de juro. Adicionalmente, e de acordo com as expectativas do mercado, na primeira metade do ano o BoJ poderá anunciar a primeira subida oficial das taxas de juro, pondo fim às taxas negativas.

Japão: taxa de câmbio dólar-iene e spreads soberanos



Notes: * O spread soberano ajustado tem em conta o custo da cobertura contra as flutuações da taxa de câmbio quando se investe em ativos denominados em moeda estrangeira (neste caso, contra as flutuações entre o dólar e o iene). São apresentados dados diários.

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

A médio prazo, um risco que preocupa o BoJ é o facto de o Japão voltar a cair num período prolongado de deflação. O governador Kazuo Ueda salientou repetidamente que o seu principal objetivo é evitar o regresso do pesadelo deflacionista, sublinhando que são necessários aumentos salariais sustentados acima de 2% para atingir este objetivo; ou, por outras palavras, o BoJ quer uma «boa» dinâmica salários-preços, no sentido em que lhe será mais fácil manter o seu objetivo de inflação. Todos os anos, em março, as maiores empresas do Japão reúnem-se com os sindicatos para negociar aumentos salariais para o ano fiscal seguinte (que começa em abril), o que influencia também os salários oferecidos nas empresas mais pequenas, um processo conhecido como shuntō, ou ofensiva salarial da primavera. Será que o shuntō de 2024 vai também lançar as bases para uma ofensiva de política monetária no Japão?

3. Para mais pormenores, consulte Kowalewski, P. e Shirai, S. (2023). «History of Bank of Japan's more than two decades of unconventional monetary easing with special emphasis on the frameworks pursued in the last 10 years». ADBI Working Paper n.º 1.380, Asian Development Bank Institute.

4. Em 2023, o BoJ tem mais de 50% do total de obrigações soberanas em circulação no seu balanço, contra 30% em 2016.

5. Cerca de 4% das obrigações da Zona Euro em circulação são detidas por investidores japoneses, um valor que sobe para 6% no caso da França (3% em Espanha e na Alemanha) e 3% das obrigações americanas.

As contas públicas dos EUA: situação e perspectivas

O défice público (governo federal) nos EUA para o ano fiscal que termina em 30 de setembro de 2023 aumentou de 1,4 biliões de dólares para 1,7 biliões de dólares, ou seja, de 5,3% para 6,3% do PIB.¹ Estes níveis de défice estão entre os mais elevados das economias avançadas e, nos EUA, só foram ultrapassados desde a década de 1960, durante os anos da grande crise financeira (2009-2012) e da pandemia (2020-2021). Os números são impressionantes e, neste artigo, tentaremos esclarecer as razões deste aumento em 2023, o impacto que poderá ter na economia americana e as perspectivas de sustentabilidade da dívida pública (federal) dos EUA a médio prazo.

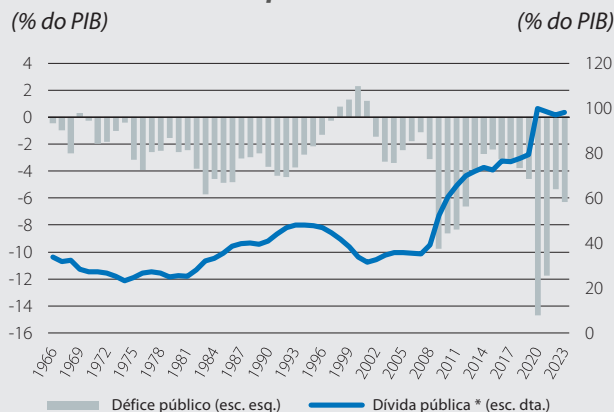
O aumento do défice em relação aos anos anteriores à pandemia explica-se, como se pode ver no quadro, por uma diminuição das receitas fiscais mas, sobretudo, por um forte aumento das despesas públicas. Este aumento é particularmente visível na Saúde e Cuidados Médicos (+0,6 p. p.) e nos Juros (+0,9 p. p.). A subida desta última rubrica é natural no atual contexto de taxas de juro elevadas, que levou a taxa do *treasury* a 10 anos a atingir uma média de 3,9% em 2023, enquanto entre 2015 e 2019 a média foi de 2,25%. O ligeiro aumento das outras despesas de 2,6% para 2,9% esconde, por outro lado, o efeito contabilístico do perdão dos empréstimos a estudantes que aumenta a parte atribuída ao exercício de 2022 (daí a recuperação para 5,1%) e diminui a parte atribuída a 2023. Se anulássemos este efeito contabilístico, verificaríamos que o défice orçamental em relação ao PIB em 2022 seria inferior em 1,5 p. p. (-4,5%) e em 2023 superior em 1,2 p. p. (-7,5%). Relativamente às receitas, a descida entre 2022 e 2023 explica-se principalmente por uma normalização das receitas do imposto sobre o capital, que em 2022 foram invulgarmente elevadas devido aos elevados rendimentos do mercado bolsista no ano anterior.

O impacto no PIB foi positivo em 2023, mas no futuro poderá deixar de o ser.

Até à data, este aumento do défice contribuiu positivamente para o crescimento do PIB em 2023. Efetivamente, o consumo público nos últimos quatro trimestres cresceu a uma taxa média de 1,1% em termos trimestrais, contribuindo para quase um terço do crescimento total do PIB, apesar de representar apenas 17%. No futuro, no entanto, prevê-se que o consumo público deixe de ser um fator de crescimento do PIB e tenha, na melhor das hipóteses, um impacto neutro. As mais recentes projeções do Congres-

1. Os anos fiscais nos EUA decorrem de outubro a setembro (por exemplo, o ano fiscal de 2023 decorre de outubro de 2022 a setembro de 2023). Ao longo do artigo, referir-nos-emos ao défice e à dívida federais, excluindo as contas estaduais e locais.

EUA: défice e dívida pública



Nota: * Exclui a dívida intergovernamental.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de St. Louis e o Congressional Budget Office.

EUA: receitas e despesas fiscais por fonte

	Média 2015-2019	2022	2023
Tributação do rendimento das pessoas físicas	8,3	10,5	8,1
Tributação das empresas	1,4	1,7	1,6
Segurança Social	5,9	5,9	6,0
Outros rendimentos	1,5	1,4	0,8
Total das receitas fiscais	17,1	19,6	16,5
Defesa nacional	3,2	3,1	3,0
Saúde e Cuidados Médicos	5,8	6,7	6,4
Segurança Social	7,5	8,3	7,9
Pagamentos de juros (líquidos)	1,5	1,9	2,4
Outras despesas	2,6	5,1	2,9
Total das despesas fiscais	20,6	25,1	22,7
Défice orçamental	-3,5	-5,5	-6,3

Fonte: BPI Research, a partir do US Department of Treasury, Final Monthly Treasury Statement.

sional Budget Office (CBO) estimam que o défice público em percentagem do PIB se manterá acima dos 5,5% ao longo de todo o horizonte de projeção, diminuindo apenas 0,1 p. p. em 2024 e voltando a aumentar 0,4 p. p. em 2025. Contudo, a contribuição do défice para o crescimento do PIB não depende tanto do seu nível como da sua variação,² pelo que, na realidade, as projeções do CBO indicam uma contribuição bastante neutra para o crescimento do PIB nos próximos anos.

2. A título de exemplo, se uma economia com um défice orçamental de 1% do PIB aumentasse o défice em 2 p. p. para 3%, nesse ano (t+1), assumindo um multiplicador orçamental de 1, o crescimento do PIB seria 2 p. p. superior. No ano seguinte (t+2), mantendo-se o défice em 3%, o nível do PIB seria o mesmo, mas o crescimento seria 2 p. p. inferior ao do ano anterior.

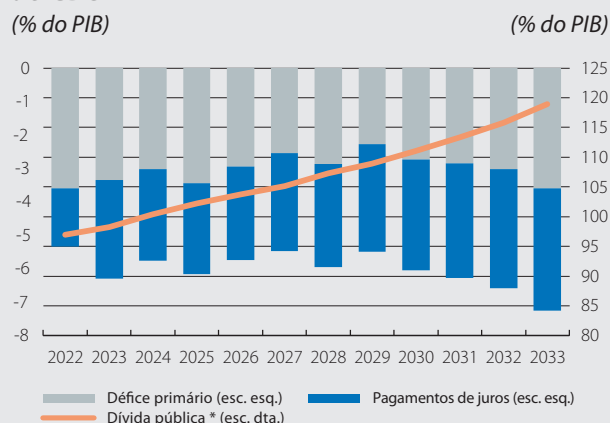
Como se pode observar no último gráfico, de acordo com estas projeções do CBO, que são feitas num cenário que não pressupõe qualquer alteração da política fiscal, a dívida pública dos EUA em percentagem do PIB seguiria uma tendência ascendente, passando dos atuais 98% para quase 120% em 2033. Tal aumento traduziria défices primários relativamente estáveis, mas elevados (cerca de 3%), enquanto o crescimento nominal do PIB (4,2% em média entre 2023 e 2033) deverá ser superior ao custo da dívida (3,1%), o que favorece a sustentabilidade da dívida pública. Em particular, do aumento de 20 p. p. da dívida projetado pelo CBO, a acumulação de défices explicaria 33 p. p., enquanto o diferencial entre as taxas de juro e o crescimento do PIB (i - g) tenderia a reduzi-lo em cerca de 13 p. p. Todavia, num contexto de taxas de juro elevadas e de retirada progressiva da Reserva Federal enquanto detentora de *treasures* (devido ao *quantitative tightening*), o encargo financeiro desta dívida vai tornar-se mais pesado: por exemplo, enquanto o CBO projeta que o spread (i - g) tende a reduzir a dívida numa média anual de 1,7 p. p. em 2023-2027, este fator de apoio cairia para 0,6 p. p. em 2033.

Além do impacto de taxas de juro mais elevadas, o aumento da dívida pública em percentagem do PIB na previsão do CBO explica-se por um aumento sustentado das despesas públicas que não é compensado por um aumento das receitas fiscais, que, de facto, se mantêm estáveis ao longo de todo o horizonte. Este aumento das despesas deve-se, conforme o próprio CBO, essencialmente ao aumento das rubricas relacionadas com a saúde e a segurança social, uma dinâmica que, devido ao envelhecimento esperado da população, deverá manter-se para além de 2033.

Há que acrescentar a estes ventos contrários a complexa situação política nos EUA, com a polarização política a tornar mais frequentes os receios de um *shutdown* do governo federal, devido a dificuldades em chegar a acordos para o financiamento do governo,³ e um confronto com o limite da dívida, que, no seu extremo, poderia levar o Departamento do Tesouro a não conseguir pagar as suas obrigações. Desta forma, e após as dificuldades nas últimas negociações de junho para chegar a um acordo bipartidário para suspender o teto da dívida, a Moody's manteve o *rating* da dívida soberana dos EUA na classificação mais elevada (Aaa), mas com uma revisão em baixa da perspectiva de «estável» para «negativa». A agência de *rating* mencionou também, para além da situação política, o ambiente de taxas de juro elevadas e a ausência de medidas fiscais para reduzir o défice público como fatores subjacentes à revisão em baixa das perspectivas.

3. O último acordo, alcançado à última hora em 14 de novembro, prolongou o financiamento do governo até 19 de janeiro de 2024 para algumas medidas e até 2 de fevereiro para outras. Terá então de chegar a novos acordos para evitar uma paralisação do governo (*government shutdown*).

EUA: projeção do défice e da dívida pública do CBO



Nota: * Exclui a dívida intergovernamental.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Congressional Budget Office.

Por todas estas razões, pensamos que as contas públicas nos EUA continuarão a preocupar os analistas nos próximos anos e continuarão a gerar ruído nos mercados financeiros sempre que se aproximarem as datas-chave para financiar os orçamentos do Estado ou evitar ultrapassar o teto da dívida. Não faltarão, aliás, vozes que, acertadamente, alertam para os perigos da manutenção de elevados défices primários que conduzem a um aumento constante da dívida pública em percentagem do PIB.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Atividade									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	3,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	7,5	5,9	3,3	2,2	4,3	3,5	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	104,3	99,1	102,0
Produção industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	–0,2	–0,7	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	49,0	46,7	46,7
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.346	1.372	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	307	304	303	302	302	318,3	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,9	3,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,2	60,5
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,0	–2,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,7	3,2	...
Taxa de inflação núcleo	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,1	4,0	...

JAPÃO

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Atividade									
PIB real	2,6	1,0	0,5	2,5	2,2	1,5	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	35,2	35,7	36,1
Produção industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–3,4	–0,9	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–4,0	–2,4	–2,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,0	3,3	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,3	4,0	...

CHINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	2,9	4,5	6,3	4,9	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	–0,8	–2,7	5,8	10,7	4,2	5,5	7,6	...
Produção industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,5	4,6	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	50,2	49,5	49,4
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	899	899	947	944	898	901,6	871,7	868,8
Exportações	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–6,2	–7,9	–1,4
Importações	30,0	0,7	–6,9	–7,1	–6,8	–8,5	–6,2	3,0	–0,6
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	0,0	–0,2	–0,5
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	7,3	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	5,4	1,0	-2,7	-2,7	-1,9	-1,8	-2,9	-1,1	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	9,9	2,2	2,0	0,4	-1,2	-4,8	-6,9	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-17,7	-17,8	-16,9
Sentimento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,4	93,5	93,8
PMI indústrias	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,4	43,1	44,2
PMI serviços	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	48,7	47,8	48,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,5	...	1,6	1,6	1,3	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	7,3	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	7,8	7,9	7,7	7,6	7,6	7,8	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	6,1	3,5	1,8	1,3	0,6	0,0	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	3,3	1,9	0,8	-0,2	0,1	-0,4	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	6,8	2,6	0,8	0,9	1,2	0,6	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,1	-	-	-

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	09/23	10/23	11/23
Inflação geral	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	4,3	2,9	2,4
Inflação núcleo	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	4,5	4,2	3,6

Setor externo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Balança corrente	3,1	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	2,0	2,0	...	...
Alemanha	7,7	4,4	4,4	4,6	5,3	8,6	8,6	...	...
França	0,4	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	-2,0	-2,0	-3,2	...
Itália	2,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	-0,1	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,9	91,9	93,3	94,6	95,9	95,5	95,0	95,2

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	7,8	5,7	3,9	1,0	0,2	-0,3	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,0	0,8	0,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,0	5,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	2,9	3,7	4,3	4,7	4,7	4,8	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,8	6,3	1,4	-3,9	-8,1	-11,3	-11,4	-11,5	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	21,9	21,4	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	7,5	19,4	22,0	20,5	19,9	22,9	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	1,1	1,9	2,5	3,0	3,1	3,3	...

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

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

Fim de ano com menos crescimento

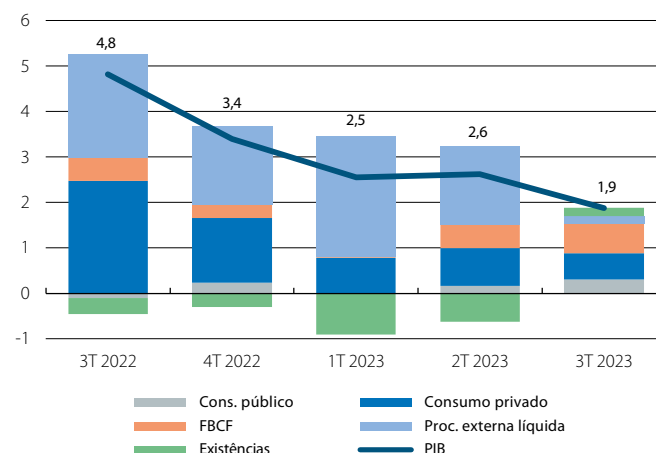
INE confirma contração de 0,2% do PIB no 3T e abrandamento do crescimento homólogo para 1,9%. A queda em cadeia do PIB resultou de um contributo de -1,3 pontos percentuais da procura externa, via contração das exportações (-2,3%), com quebras tanto na componente de bens como de serviços: a primeira recuou 1,4% e a segunda 3,9%; a quebra nos bens pode ser explicada pela paragem de produção, durante duas semanas, da Autoeuropa, sendo por isso um efeito parcialmente temporário. Por sua vez, a procura interna melhorou o seu contributo para o PIB para +1,0 p. p. (dos quais +0,4 p. p. vindos do aumento dos *stocks*), com avanço de 0,6% da FBCF (-0,6% no 2T) e de 0,5% do consumo privado (-0,5% no 2T), por melhor desempenho do consumo de bens não duradouros e serviços, que avançou 1%, e do consumo público que cresceu 0,9% (0,4% no 2T). Este dado, coloca algum risco à previsão do BPI Research para o crescimento no conjunto do ano (2,4%), apesar dos indicadores relativos ao último trimestre do ano apontarem para aceleração. De facto, melhorou o indicador de clima económico em novembro (em todos os setores exceto construção) e acelerou o crescimento médio homólogo do indicador diário de atividade do Banco de Portugal nos dois primeiros meses do 4T face ao 3T: +4,4% homólogo, acima dos 2% no 3T. Por sua vez, a confiança dos consumidores voltou a piorar.

Inflação em forte baixa. Os últimos dados são muito positivos, com a estimativa rápida de novembro a apontar para uma taxa de inflação global de 1,6%. O trajeto para valores abaixo dos 2% deu-se mais rápido do que era esperado, principalmente com a dinâmica forte de redução dos últimos dois meses a surpreender; e é preciso recuar a outubro de 2021 para encontrar uma taxa inferior a 2%. O INE menciona que o dado de novembro é potenciado pelo efeito de base nos preços alimentares (que subiram mensalmente 1,7% em novembro de 2022) mas o movimento descendente de preços está disseminado pelo cabaz (inflação subjacente recuou -0,2% mensalmente). Já esperávamos taxas de inflação negativas na energia, mas os preços do Brent têm sido inferiores ao que prevíamos (mesmo depois do episódio de perturbação desencadeado pelo conflito entre Israel e Hamas), o que também tem potenciado a redução mais acelerada do índice. Chegados a este ponto, é de esperar uma inflação média em 2023 inferior à nossa previsão atual (4,6%).

O mercado de trabalho está a perder ímpeto no final do ano. São vários os indicadores mensais a apontar neste sentido: o emprego voltou a aumentar em outubro face ao mês homólogo (1,1%) mas está em desaceleração, ao mesmo tempo que registou uma queda em cadeia (-0,2%) e deixou para trás o máximo histórico mensal, atingido em agosto (-33.800 pessoas empregadas face a esse pico). Por sua vez, a taxa de desemprego aumentou 0,1 p. p. para 6,7%, o que representa um aumento de 0,6 p. p. na comparação homóloga; ainda assim, permanece em níveis historicamente baixos e em linha com a média de 2019. Ao mesmo tempo, o desemprego registado

PIB real: contributo das componentes e crescimento homólogo

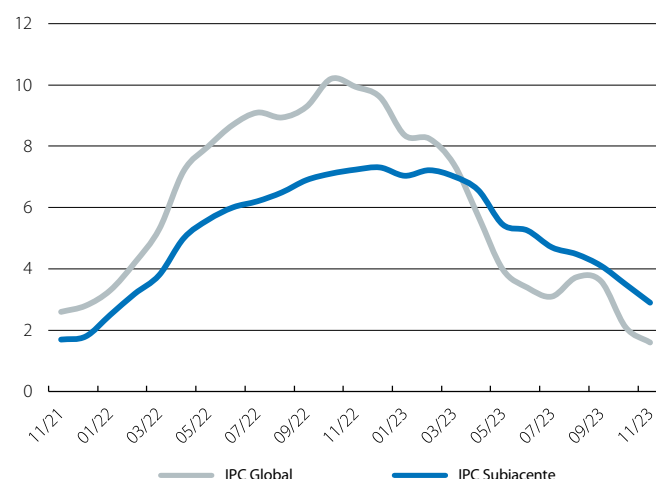
Taxa de variação (%)



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

Inflação: global e subjacente

Var. homóloga (%)



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

Indicadores mensais do mercado de trabalho

(Milhares de indivíduos, exceto quando indicado o contrário)

	Média no mês de outubro dos 5 anos pré-pandemia	Outubro 2023	Outubro 2022
Emprego (INE)	4.577	4.930	4.878
Desemprego (INE)	458	353	318
Taxa desemprego (%)	9,1	6,7	6,1
Desemprego registado	414	303	289
Ofertas de emprego (milhares de ofertas)	19,9	14,9	17,5
Emprego registado na Seg. Social *	3.402	4.141	4.015
Layoff (número de indivíduos)	879	10.426	2.895
Prestações subsídio desemprego	199	170	162
Despedimentos coletivos *	3,4	2,4	2,2

Nota: * Os dados para os despedimentos coletivos dizem respeito ao acumulado no ano até setembro; o emprego registado na Segurança Social também é relativo a setembro.

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

aumentou em outubro pelo quarto mês consecutivo, em termos trimestrais e homólogos (1,1% e 4,9%, respetivamente); ocorreu uma queda expressiva das ofertas de emprego, cerca de 14.900 ofertas, abaixo da média histórica registada nos 5 anos pré-pandemia e da média de 2022 (19.880 e 18.630, respetivamente). Por fim, também os indicadores de *layoff* reforçam o menor dinamismo do mercado de trabalho: atingiu mais de 10.400 pessoas em outubro, o mais alto desde maio 2022 e superando a média registada em outubro nos 5 anos pré-pandemia (879 pessoas).

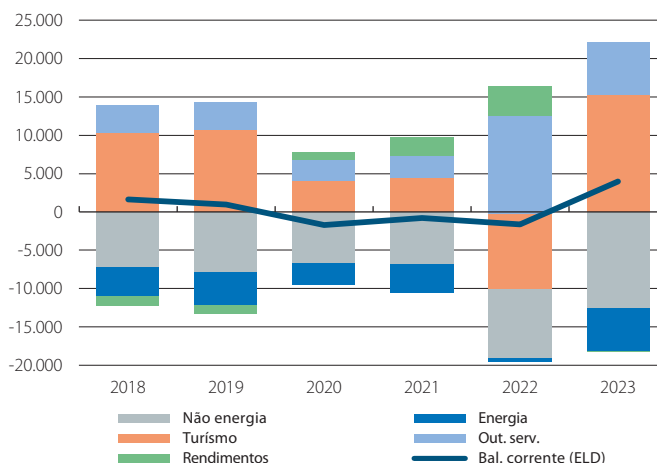
Balança corrente continua a recuperar. No acumulado do ano até setembro registou um excedente de 3.943,4 milhões de euros, uma melhoria de 6.890,2 milhões de euros face a setembro 2022, continuando a beneficiar da melhoria do défice da balança energética (via redução dos preços) e melhoria do excedente da balança de serviços, tanto na vertente turismo, como outros serviços. Assim, o défice da balança energética reduziu, face ao período homólogo, cerca de 3,8 mil milhões de euros; e os excedentes turísticos e nos restantes serviços aumentaram, em ambos os casos, cerca de 2,7 mil milhões de euros. Em percentagem do PIB, estimamos que, neste período, a balança corrente registe um excedente de 2,0%.

3T 2023 com avanços e recuos no setor turístico. No acumulado até setembro de 2023 os proveitos totais em estabelecimentos de alojamento turístico ascenderam a mais de 4,8 mil milhões de euros, o valor mais elevado de sempre no período e superior a 2022 em mais de 800 milhões. No terceiro trimestre do ano, em agosto, foi estabelecido uma nova marca record ao nível das dormidas – superaram as 10 milhões. Não obstante, nem todos os registos são brilhantes. No turismo de residentes, o 3T 2023, face ao período homólogo de 2022; registou uma estagnação ao nível do número de turistas e recuo ao nível das dormidas (-4%). O ano turístico de 2023 deverá superar o pré-pandemia nos principais indicadores de referência, mas para 2024 antecipa-se um crescimento mais modesto indissociável do abrandamento da atividade económica.

O contexto interno e internacional mais incerto contribui para o agravamento dos riscos para a estabilidade financeira. No último relatório referente ao tema, o Banco de Portugal destaca a possibilidade de aumentos de incumprimento, aumento de custo de financiamento do Estado, correção dos preços do imobiliário, como alguns dos desenvolvimentos que poderiam aumentar os riscos para o setor bancário e a estabilidade financeira. Todavia, são mencionados também importantes mitigantes destes riscos, com destaque para a avaliação mais positiva do *rating* da dívida pública portuguesa, a redução do endividamento público e privado levada a cabo nos últimos anos, a robustez do mercado de trabalho num contexto de escassez de mão-de-obra ou as medidas macroprudenciais implementadas previamente. Entretanto, a carteira de crédito ao sector privado não financeiro caiu pelo 7º mês consecutivo em outubro (-2,3% homólogo), especialmente perante a queda da carteira de crédito à habitação (-1,2%) e das empresas não financeiras (-4,3%).

Balança corrente

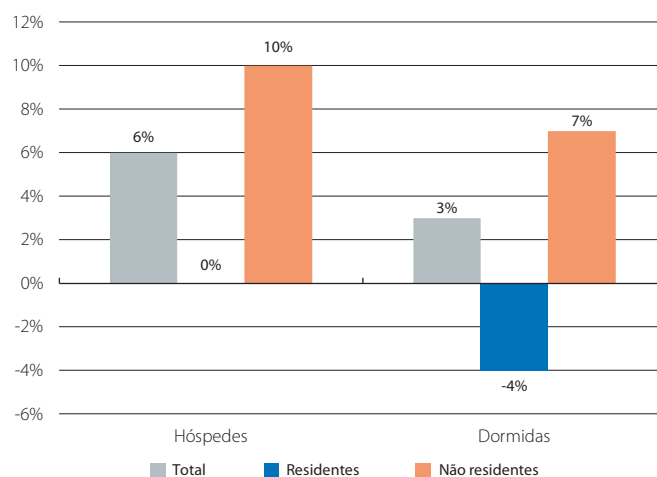
Ytd setembro, milhões de euros



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

Hóspedes e dormidas

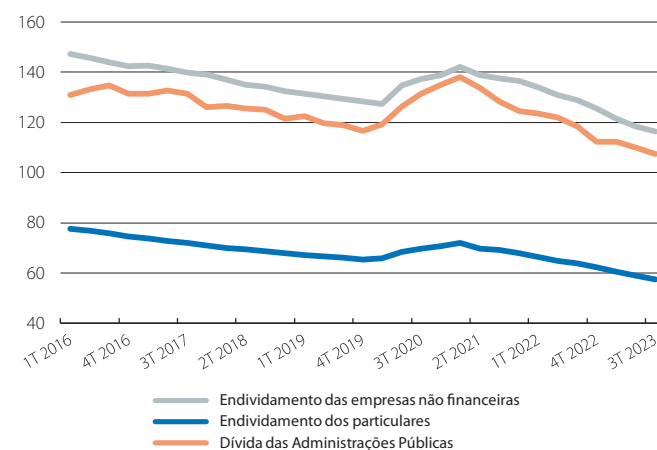
Variação 3T 2023 vs 3T 2022



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

Dívida das Administrações Públicas e endividamento do sector privado não financeiro

(% PIB)



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

Famílias canalizam poupança para reduzir dívida

A taxa de poupança no ano terminado no 2T 2023 representava 5,7% do rendimento disponível das famílias portuguesas, um pouco melhor do que no trimestre anterior, mas muito próximo dos mínimos históricos. Mas estes números à primeira vista pouco animadores escondem decisões das famílias na utilização das poupanças acumuladas durante a pandemia que vão para além da sua utilização para contornar o ambiente de inflação mais elevada a que assistimos desde o ano passado. Desta utilização destaca-se a decisão de amortização de crédito para compra de casa própria, que desde o início de 2022 até junho de 2023, ascendeu a 11,3 mil milhões de euros. Se as famílias tivessem optado por preservar este valor sob a forma de poupança, teríamos a taxa de poupança em 10,4%, praticamente o dobro da taxa de poupança oficial e muito próxima do que era a taxa de poupança no início de 2020.

No ano terminado no 2T, a poupança das famílias era de 9,7 mil milhões, cerca de menos 2 mil milhões do que há um ano atrás e reflete uma redução dos ativos das famílias em 4,4 mil milhões e dos passivos em 2,5 mil milhões de euros. Do lado dos ativos, observa-se que os valores investidos em ativos reais – maioritariamente habitação – não se alteraram significativamente, mas que houve uma queda significativa dos fundos aplicados em ativos financeiros; esta redução é explicada pela queda de aplicações em depósitos, cerca de menos 5,7 mil milhões, em parte por transferência de poupança para certificados de aforro do Estado, com melhores taxas de remuneração, na altura,

Taxa de poupança das famílias

(% do rendimento disponível bruto)



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

comparativamente aos depósitos bancários; também se explica pela utilização de poupanças na amortização antecipada de crédito à habitação, que no ano terminado no 2T ascenderam a 8,2 mil milhões de euros. Este facto, é corroborado pelo andamento dos passivos das famílias, que se reduziram em 2,5 mil milhões, por redução da dívida financeira (empréstimos) em 4,5 mil milhões (compensada por aumento de outros passivos financeiros, que refletirão, para além dos passivos associados a atividades de trabalhadores independentes, o aumento dos juros devidos, via aumento das taxas de juro).

Origem e aplicação de fundas das famílias

Milhões de euros

				Acumulado 4T		Valores semestrais		
	2015-2019	2021	2022	2T 2022	2T 2023	1S 2022	2S 2022	1S 2023
Poupança das famílias	9.427	16.313	10.754	11.611	9.735	4.446	6.308	3.427
Ativos	9.702	20.564	16.149	16.945	12.523	7.828	8.321	4.202
Investimentos em ativos reais	6.058	8.621	9.676	9.378	9.124	4.961	4.715	4.409
Saldo das transferências de capital	-591	-740	-702	-694	-750	-285	-417	-333
Aquisição líquida de ativos financeiros	4.235	12.683	7.175	8.262	4.150	3.152	4.024	126
dos quais: numerário e depósitos	3.487	11.573	9.549	11.993	-5.731	7.481	2.069	-7.799
dos quais: certificados de aforro/tesouro	2.300	536	4.551	311	15.174	25	4.526	10.648
Passivos	275	4.251	5.395	5.334	2.789	3.382	2.013	775
Dívida financeira	-453	4.809	4.390	5.440	906	2.764	1.626	-721
Outros passivos financeiros	728	-558	1.005	-106	1.883	617	387	1.496
por memória:								
reembolsos antecipados			6.503		8.192	3.112	3.390	4.801
Rendimento disponível bruto	136.548	153.832	166.374	159.199	171.729	79.823	86.550	85.178

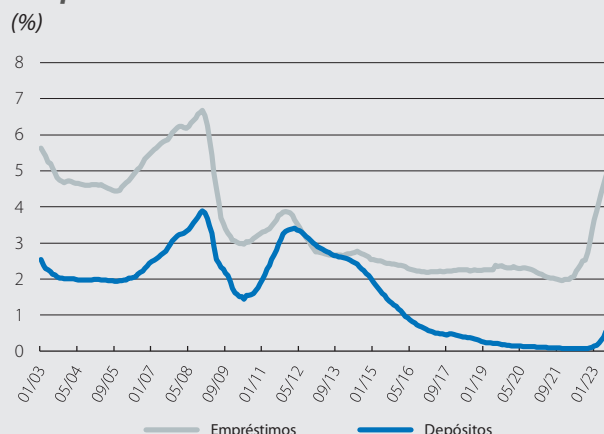
Fonte: BPI Research, com base em dados do BdP e INE.

A opção pela amortização antecipada de empréstimos para compra de casa¹ tem vindo a aumentar desde o início de 2022, tendo atingido os 4,8 mil milhões no primeiro semestre de 2023, depois de no primeiro e segundo semestres de 2022 ter atingido os 3,1 e 3,4 mil milhões de euros, respetivamente. A preferência das famílias reflete por um lado, o encarecimento do custo dos empréstimos, maioritariamente contratados a taxa variável, não acompanhado pela remuneração dos depósitos bancários, principal instrumento de poupança das famílias.

Esta opção por reembolso antecipado dos empréstimos para compra de casa, foi um importante contributo para a redução da dívida das famílias, que no 1S 2023 era de 146,3 mil milhões de euros, equivalente a cerca de 58% do PIB, muito próximo do rácio de endividamento da Zona Euro.

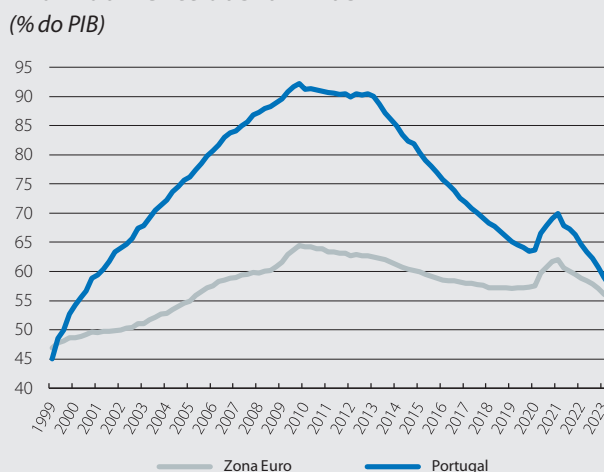
Em suma, a redução da poupança das famílias explicada pelo reembolso antecipado de empréstimos é sem dúvida uma boa notícia, reduzindo a pressão sobre os orçamentos familiares resultante do encarecimento dos custos com o serviço da dívida, que estas continuarão a enfrentar em 2024. Mas é importante ter presente, que os empréstimos das famílias junto dos bancos ainda representam cerca de 75% do seu rendimento disponível (60% crédito à habitação), pelo que o efeito de taxas de juro mais altas nas prestações associadas aos empréstimos ainda se vai continuar a fazer sentir de forma não displicente, sendo por isso natural que uma parte importante do aumento real do rendimento disponível estimado pelo Banco de Portugal em 2024 (1,8%) deva ainda ser canalizado para honrar os compromissos financeiros assumidos pelas famílias, deixando pouco espaço para consumo adicional. Adicionalmente, num ambiente menos otimista do ponto de vista económico que se advinha em 2024 e dado o provável esgotamento do espaço de crescimento do emprego, que se encontra em níveis históricos máximos, as famílias deverão adotar comportamentos mais cautelosos, aliás como já começou a tornar-se evidente no 3T de 2023. Neste cenário torna-se mais provável que as famílias optem por incrementar as suas poupanças, de forma a beneficiarem de uma almofada mais confortável na eventualidade de um cenário económico menos positivo. Tendo por base a previsão do BPI Research para a evolução do rendimento disponível nominal² e considerando estabilização da taxa de poupança em 2023 nos 5,7% (dado do 1S 23), a hipótese de aumento da taxa de poupança em 1 ponto percentual em 2024 teria como consequência uma desaceleração do consumo de cerca de 1 ponto percentual. Representando o consumo cerca de 65% do PIB e dado que a componen-

Taxas de juro dos stocks de empréstimos e depósitos



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

Endividamento das famílias



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

te importada do consumo se estima em cerca de 25%, este aumento da taxa de poupança em 1 p. p. teria um impacto de cerca de menos 0,45 p. p. no PIB. Este constitui um fator de risco adicional ao crescimento de curto prazo (2024) ainda que a médio longo prazo pudesse reforçar o *output* potencial.

Teresa Gil Pinheiro

1. Informação disponível apenas a partir de dezembro 2021.

2. Ver Dossier no IM 11 sobre perspetivas para 2024.

Desvendando o enigma da produtividade: produtividade intrassectorial ou especialização do emprego?

Portugal continua a destacar-se de forma negativa entre os congêneres europeus no nível de produtividade. Em 2019, ocupava a 9ª pior posição no conjunto dos países da UE, com cada pessoa empregada a produzir o equivalente a 26.500 euros,¹ substancialmente abaixo do registado, por exemplo, pela Espanha (43.400 euros) ou a Estónia (que, em 2010, tinha um nível de produtividade 18% inferior ao de Portugal e que, em 2019, se encontrava 23% acima, com cada trabalhador a produzir o equivalente a 32.700 euros). Apesar de não deixar de ser relevante o aumento verificado nestes 10 anos (a produtividade em Portugal aumentou ligeiramente acima de 10%, o que implica um aumento médio anual em torno dos 1%), também não é displicente mencionar que este foi o 4º pior desempenho entre os países da União Europeia.

A produtividade total da economia pode melhorar por duas vias: melhoria da produtividade nos vários sectores de atividade económica ou movimentos do emprego de sectores menos produtivos para sectores com maior nível de produtividade. Este artigo pretende analisar o que estará na base da melhoria da produtividade entre 2010 e 2019 em Portugal.

A melhoria da produtividade individual dos vários sectores económicos é o principal trunfo...

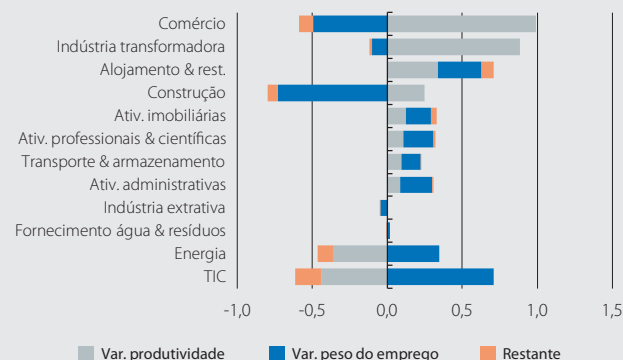
Em Portugal, a melhoria da produtividade total da economia entre 2010 e 2019 ocorreu tanto pela melhoria da produtividade em praticamente todos os sectores económicos, como pela alteração da estrutura do emprego, ainda que a melhoria da produtividade sectorial explique a maior proporção.

O primeiro gráfico ajuda a perceber que o comércio foi o sector que mais contribuiu para o aumento da produtividade no período de análise, com o valor acrescentado bruto (VAB) a aumentar mais de 18% e o emprego a cair 0,5%. O comportamento da produtividade no comércio foi seguido de perto pela indústria transformadora, com aumentos do VAB e emprego de cerca de 25% e 8%, respetivamente. Adicionalmente, o alojamento & restauração e a construção, por esta ordem, tiveram contributos positivos para a melhoria da produtividade, embora em menor dimensão do que os dois sectores mencionados anteriormente.

1. A análise feita neste artigo incide apenas nos sectores que compõem a economia de mercado considerada pelo Eurostat e excluindo as atividades financeiras & seguros, o que implica que as Administrações Públicas e agricultura & pesca estão também excluídos. A escolha deste período temporal decorre da informação disponível nas estatísticas estruturais das empresas do Eurostat, disponíveis apenas até 2020, um ano excluído da nossa análise por causa das distorções provocadas pela pandemia.

Contribuição de cada fator e sector para o aumento da produtividade total entre 2010 e 2019

(Euros por trabalhador)

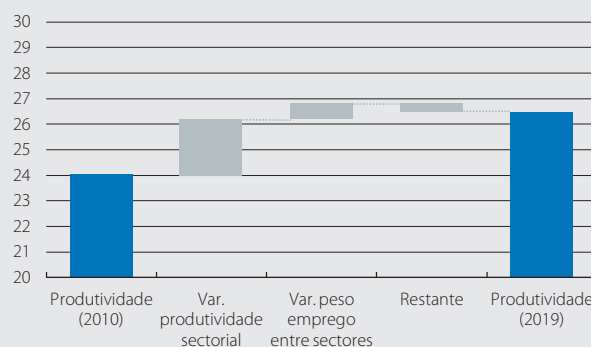


Nota: O aumento de produtividade entre 2010 e 2019 foi de 10,3%. Este gráfico mostra a contribuição de cada fator e sector de actividade para esta variação.

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

Decomposição do incremento da produtividade em Portugal entre 2010 e 2019

(milhares de euros, por trabalhador)



Nota: Desagregámos o aumento da produtividade entre 2010 e 2019 entre (1) a variação da produtividade dentro de cada sector e (2) a variação do peso do emprego nos sectores de actividade.

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

Por outro lado, houve dois sectores com contributos negativos para a produtividade de Portugal: as TIC e o fornecimento de energia. No primeiro caso, tanto o VAB como o emprego aumentaram de forma expressiva, mas o aumento do emprego foi claramente superior, de quase 54%. No segundo caso, o emprego aumentou de forma significativa, mas o VAB da energia diminuiu ligeiramente. No entanto, apesar da queda da produtividade verificada neste período, superior a 20% nos dois casos, estes dois sectores continuam a ser os mais produtivos da economia portuguesa, destacando-se largamente face à produtividade total.

Importa ainda destacar que, para além destes dois sectores, o sector de fornecimento de água & resíduos, transporte & armazenamento, atividades imobiliárias e in-

dústria transformadora apresentavam um nível de produtividade que excedia a produtividade total nacional. Adicionalmente, em 2019, mais de 95% da população empregada fazia parte de sectores onde o nível de produtividade tinha aumentado, o que corresponde também a cerca de 87% do VAB registado nesse ano.

...mas a alteração da composição sectorial do emprego também joga a favor

O contributo da alteração da composição sectorial do emprego é menor do que o efeito mencionado anteriormente, mas também é positivo, e isto é distinto do que aconteceu, por exemplo, com Espanha.² Isto significa que se a estrutura do emprego que se observava em 2010 se tivesse mantido inalterada em 2019, a produtividade total nacional seria 1,5% inferior (ou seja, em vez de cada trabalhador produzir o equivalente a 26.500 euros, produziria 26.100 euros).

Esta situação explica-se, principalmente, pelo aumento do emprego nas TIC,³ o segundo sector com maior nível de produtividade por trabalhador (105% acima da produtividade nacional). Ainda que em menor dimensão, também os aumentos do emprego na energia e no alojamento & restauração tiveram um contributo positivo para o aumento da produtividade. Por outro lado, os sectores da construção e do comércio contribuíram de forma negativa, isto porque se verificou uma queda do emprego nestes dois sectores e na consequente redução do peso do emprego no total.

Esta análise da composição do emprego permite-nos ir mais longe nas nossas conclusões; de facto, a alteração sectorial do emprego podia ter tido um impacto mais positivo caso o crescimento do emprego fosse canalizado para sectores mais produtivos. A título de exemplo, no limite, se o emprego criado no sector do alojamento & restauração tivesse sido canalizado para um sector mais produtivo, por exemplo, as TIC, o aumento da produtividade poderia ter atingido os 15%.

A comparação com a Finlândia coloca-nos em má posição

O aumento da produtividade da economia portuguesa entre 2010 e 2019 (de 10,3%) fica abaixo do aumento verificado na economia finlandesa (de 13,4%) em igual período.⁴

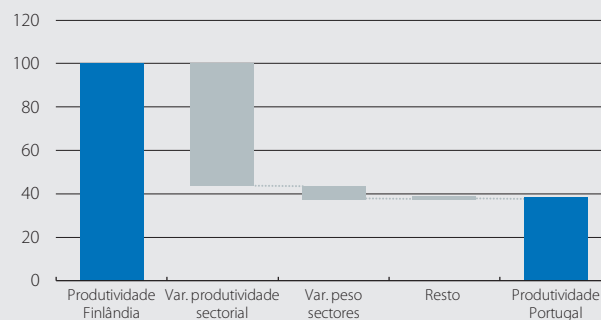
2. A alteração da composição sectorial do emprego em Espanha teve um contributo negativo, de -1,2 p. p. para a evolução da produtividade total no país, ou seja, a produtividade em 2019 teria sido 1,2% superior caso a estrutura do emprego de 2010 se tivesse mantido. Para mais informações, ver focus «A especialização sectorial penaliza a produtividade da economia espanhola», do IM11/2023.

3. O emprego neste sector passou de 2,5% do emprego total da economia em 2010, para 3,5% em 2019.

4. A escolha da Finlândia para comparação com Portugal é explicada pelo peso semelhante que o PIB de ambos os países tem face ao conjunto da Zona Euro e por partilharem também a moeda única.

Portugal e Finlândia: decomposição do diferencial de produtividade em 2019

(p. p.; Finlândia = 100)



Nota: Desagregámos o diferencial da produtividade entre Portugal e Finlândia entre (1) a diferença de produtividade de cada sector e (2) a diferença do peso do emprego dos distintos sectores de atividade.

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

Isto significa que o diferencial de produtividade registado em 2010 entre as duas economias (a produtividade da economia portuguesa era cerca de 60% inferior à finlandesa) se agravou neste período (para -60,9%).

A grande maioria deste diferencial é explicado pela menor produtividade dos sectores de atividade em Portugal. As maiores diferenças verificam-se na indústria transformadora, comércio e construção, com os sectores mais próximos em termos de produtividade a ser a indústria extrativa e o fornecimento de energia. Se Portugal tivesse a especialização laboral da Finlândia, a produtividade da economia portuguesa seria 13,5% superior, ou seja, o diferencial de produtividade para a economia nórdica reduziria-se para 55,6% (ainda assim, manter-se-ia um *gap* consideravelmente elevado). No entanto, se os sectores económicos em Portugal tivessem uma produtividade equivalente à registada nos mesmos sectores na Finlândia e se mantivéssemos a estrutura do emprego de Portugal em 2019, o diferencial face ao país finlandês reduziria para cerca de 6%.

Em suma, Portugal enfrenta desafios significativos em relação à produtividade, revelando falta de capacidade de geração de valor e uma disparidade notável quando comparado com outros países europeus. Esta análise destaca a necessidade premente de estratégias e investimentos direcionados para impulsionar o desempenho económico do país e a melhoria do nível de vida da população. De facto, é urgente uma mudança: se, nos próximos 10 anos, a produtividade nos vários países europeus evoluir ao mesmo ritmo do verificado entre 2010 e 2019, Portugal cairia para a 2ª pior posição, apenas à frente da Grécia.

Vânia Duarte

A fileira industrial do tomate em Portugal: retrato breve

Globalmente, cerca de 40 milhões de toneladas de tomate são cultivadas e canalizadas para a indústria que produz tomate enlatado, polpa, concentrado e molhos, como o ketchup, por exemplo. Esta produção é sobretudo realizada no hemisfério norte e está bastante concentrada: 83% da produção anual é feita em 10 países e entre eles está Portugal.

No país, existem 9 empresas industriais (de origem nacional e espanhola) que transformam tomate e uma delas é considerada a maior da Europa em termos de volume de transformação. Na campanha de 2022 foram 41 os produtores agrícolas que abasteceram estas indústrias.¹ A maioria desta oferta é aderente a Organizações de Produtores com dimensão relevante e que atuam em parcerias com a indústria numa base contratual com benefícios mútuos de garantia de disponibilidade de produto, de escoamento e estabilidade de preços. As características do clima e solo são apontadas como uma vantagem comparativa do país neste setor, permitindo obter um fruto de melhor qualidade e nível de maturação.

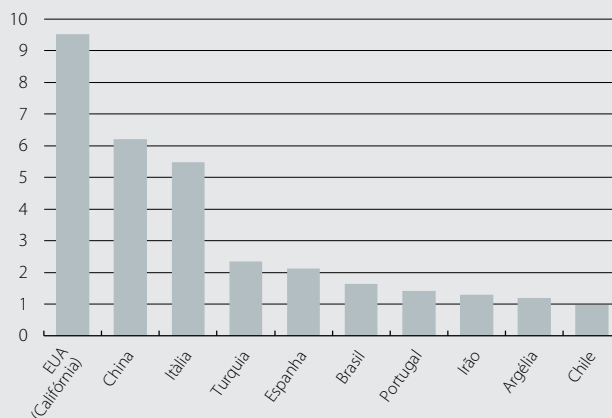
De seguida, enquadrámos esta atividade no contexto do agroalimentar nacional, a sua evolução recente e as perspetivas para 2023.

As principais métricas do setor

A superfície associada à produção de tomate para a indústria ascendeu em 2022 a 15.193 hectares, o que representa apenas 1,3% da superfície total alocada às principais culturas agrícolas, onde se destaca o Olival e a Vinha (32,2% e 14,9% da superfície total, respetivamente). Isto acontece porque esta produção está quase exclusivamente concentrada na região agrária do Ribatejo e Oeste² e mesmo nesta região ela corresponde apenas a 9% da superfície cultivada. Contudo, se excluirmos as plantas forrageiras, o cultivo de tomate para a indústria é a maior cultura agrícola do país (20% do total de tonelagem produzida), o que

Volume de tomate processado em 2022

Milhões de toneladas



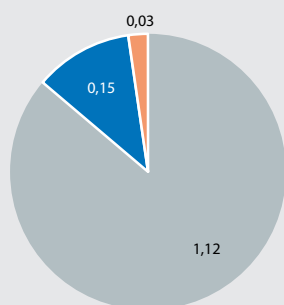
Fonte: BPI Research, a partir de dados do World Processing Tomato Council.

deriva de ser também a cultura com maior produtividade (84.135 quilos por hectare).

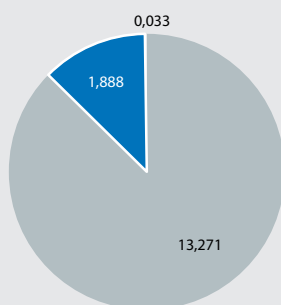
Com efeito, é de assinalar o aumento da produtividade neste setor. A série história mostra que a média de kg/ha subiu de 48 mil no período de 1986 a 1999, para 78 mil no período entre 2000 e 2010 (+60%) e finalmente para 87 mil no período entre 2010 e 2022 (+11%). Esta evolução insere-se num movimento mais geral de melhoria tecnológica que ocorreu na agricultura portuguesa, e no caso deste setor, também é justificado pela introdução de variedades de tomate com maior potencial produtivo.

As exportações de tomate (e produtos derivados) representam apenas 6,3% da soma das exportações de produtos vegetais e da indústria alimentar (e de bebidas) mas o setor empresta um contributo muito positivo às contas externas: o valor das exportações ascendeu a 470 milhões de euros em 2022 aportando um saldo favorável de 369 milhões de euros à balança comercial. Isto aconteceu num

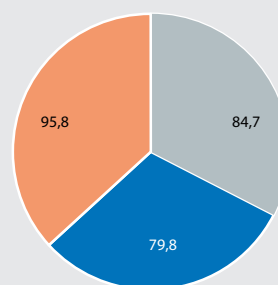
Produção (mil ton)



Superfície (mil ha)



Produtividade (mil kg/ha)



■ Ribatejo e Oeste ■ Alentejo ■ Beira Litoral

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

1. Dados do IFAP – Instituto de Financiamento da Agricultura e Pescas, I.P.
2. Perto de 90% do total.

contexto em que a quantidade de tomate produzida se reduziu, mas a quantidade exportada face a 2021 aumentou 6% e o valor exportado expressivos 35%, pela via do aumento de preço. A redução da quantidade produzida na Península Ibérica (mas também na Itália e nos EUA) ao que se juntou a escassez de *stocks* de campanhas passadas e o aumento generalizado de custos de produção, culminou na subida acentuada de preços no setor – quer nos preços que os agricultores contrataram com as empresas que processam tomate, quer nos preços ao consumidor.

No caso da relação agricultor-indústria podemos atestar este aperto na disponibilidade de produto quando comparamos a campanha portuguesa de 2022 com a do ano que a precedeu. Em 2021 a quantidade recebida excedeu a quantidade contratada com os agricultores e em 2022 deu-se o inverso. De facto, a quantidade recebida em 2022 foi não só inferior à contratada nesse ano (–13%) como inferior à recebida em 2021 (–19%).

Perspetivas para 2023

Para a campanha deste ano é esperada uma produtividade e uma produção maior comparativamente a 2022. Conforme menciona o INE no seu boletim de previsões agrícolas,³ as culturas de primavera/verão apresentavam um regular desenvolvimento. Ainda assim, no caso do tomate para a indústria, a produtividade deverá ser igual à média dos últimos anos devido à onda de calor de junho que provocou algum aborto na floração. Em concreto: espera-se uma produtividade de 88.500 kg/ha, superior em 10% a 2022 mas no mesmo nível da média 2018-2022. Por outro lado, os dados da produção contratada entre a indústria e as associações de produtores também aumentaram face ao ano anterior – a indústria contratou 1,67 milhões de toneladas – uma quantidade superior em 8% ao contratado o ano passado e 19% acima daquilo que efetivamente foi entregue pelos agricultores à indústria.

No campo dos preços a tendência também é positiva. O Índice de preços de produtos agrícolas no produtor mostra que em 2022 a inflação dos preços na produção de tomate foi na ordem dos 30%. Os últimos dados⁴ indicam uma inflação homóloga deste índice de –24% e uma inflação média de –3,9% nos últimos 12 meses. Isto, juntamente com o facto de termos um elevado grau de autoaprovisionamento de tomate, faz com que também os preços no consumidor tenham desanuviado: em meados de agosto o preço por quilograma de tomate já desceu cerca de 33% face aos valores mais elevados registados em 2022.⁵

Em suma, o setor da indústria agroalimentar do tomate deverá registar um ano mais favorável beneficiando do abrandamento dos custos de produção e melhoria da produtividade, à semelhança do que acontece em outras culturas.⁶

Tiago Belejo Correia

3. Julho de 2023.

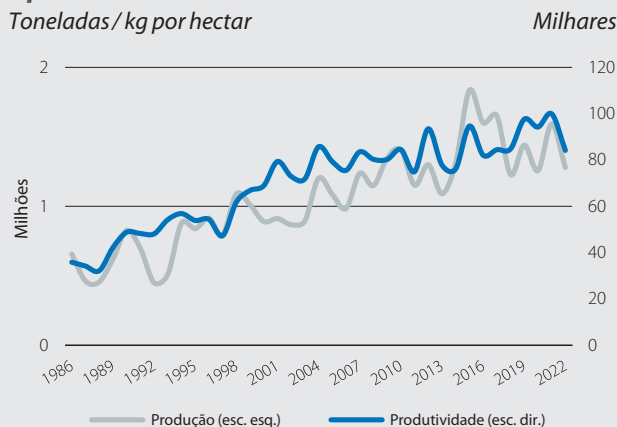
4. Junho 2023.

5. Os dados são do Observatório de Preços Agroalimentar do GPP – Gabinete de Planeamento, políticas e Administração Geral. Apenas dispomos de dados para o preço do tomate e não para os produtos derivados que são transformados pela indústria.

6. Ver artigo no IM11 de 2023 - «Setor Agroalimentar: semear o futuro entre seca e custos elevados».

Tomate para indústria: produção e produtividade

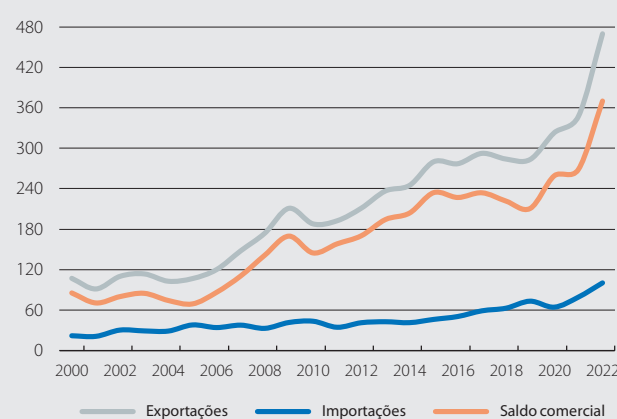
Toneladas / kg por hectare



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

Tomate e derivados: balança comercial

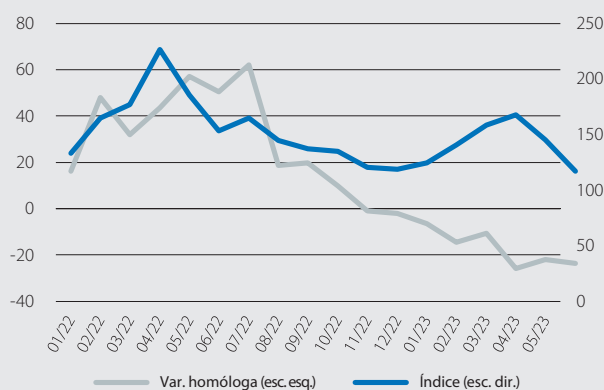
Milhões de eur



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

Tomate: Índice de preços de produtos agrícolas no produtor

Var. homóloga (%) / índice (2015 = 100)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Índice coincidente para a atividade	3,6	5,8	4,2	4,0	4,2	4,2	4,0	2,8	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	-0,3	1,0	-5,0	-4,7	-6,3	-1,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-6,3	-5,0	-5,6	-9,4	-9,7	-10,2	-9,1
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	6,2	13,6	9,0	-1,2	-63,6	8,4	...	...
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	8,1	7,8	8,2	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	24,9	24,9	22,1	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	2,8	-0,8	-1,0
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	1,5	1,2	0,7	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	3,9	1,8	2,2	2,9	3,1	3,1	2,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-37,0	-35,1	-29,4	-22,8	-22,9	-25,1	-28,2
Mercado de trabalho									
População empregada	2,2	2,3	1,2	1,4	2,8	2,2	1,5	1,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,7	6,2	6,6	7,2	6,1	6,1	6,6	6,7	...
PIB	5,7	6,8	3,4	2,5	2,6	1,9	-	-	-

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	09/23	10/23	11/23
Inflação global	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,6	2,1	1,6
Inflação subjacente	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,1	3,5	2,9

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	09/23	10/23	11/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	3,1	3,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,7	31,7	24,5	12,5	1,0	1,0	...	...
Saldo corrente	-1,6	-2,8	-2,8	-1,2	1,5	4,1	4,1	...	...
Bens e serviços	-5,5	-4,7	-4,7	-2,8	-0,3	2,1	2,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	2,0	2,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,1	-0,5	-0,5	1,5	4,5	7,3	7,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

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

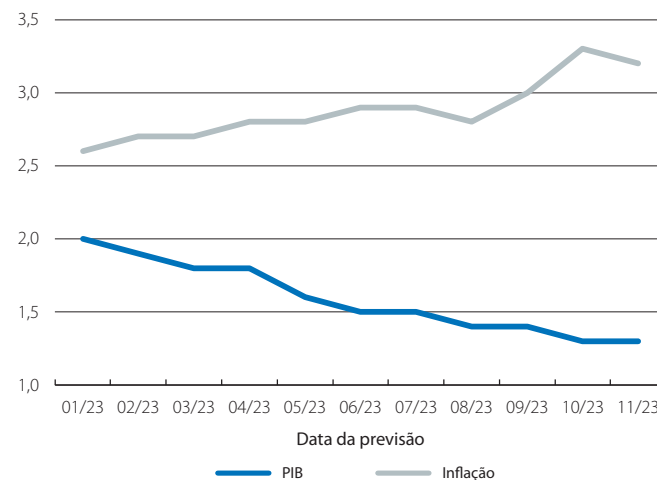
A economia espanhola mantém uma taxa de crescimento semelhante à do trimestre anterior

O ano de 2023 foi melhor do que o esperado, mas 2024 promete ser um ano cheio de desafios. Por esta altura, no ano passado, as previsões para a nossa economia não eram propriamente animadoras. Mesmo no meio de uma grave crise energética, o consenso dos analistas em dezembro de 2022 previa um crescimento do PIB de cerca de 0,8% para 2023 no seu conjunto, mesmo tendo em conta algum trimestre negativo no início do ano. Estas previsões não se concretizaram, felizmente, e o ano deverá terminar com um crescimento muito respeitável de 2,4%, em grande parte devido ao facto de a crise energética se ter dissipado mais rapidamente do que o previsto e à forte dinâmica do sector externo. Porém, o aumento acentuado acumulado das taxas de juro desde julho de 2022, de 450 pontos base, faz prever que a economia deverá começar 2024 a arrastar-se. A velocidade e a intensidade com que o BCE teve de aumentar as taxas, refletiu-se nas revisões que os analistas fizeram das suas previsões para 2024. Portanto, se no início de 2023 o consenso dos analistas previa um crescimento do PIB para 2024 próximo dos 2%, em novembro de 2023 era de 1,3%, um valor muito próximo do BPI Research (1,4%). Apesar de o impacto da subida das taxas de juro ser significativo, a economia continuará a ter elementos de apoio que lhe permitirão continuar a crescer, embora a um ritmo mais lento. Salientam, em particular, a força do mercado de trabalho, que sustenta a confiança e a evolução do rendimento das famílias, e o apoio dos fundos europeus.

Os principais indicadores de atividade disponíveis mostram um desempenho estável em relação ao trimestre anterior. O índice PMI para o sector dos serviços atingiu, assim, uma média de 51,1 pontos entre outubro e novembro, muito semelhante ao valor do 3T de 50,9 pontos e levemente acima do limiar de crescimento. O indicador homólogo para o sector da indústria transformadora, pelo contrário, enfraqueceu ligeiramente e atingiu uma média de 45,7 pontos até ao momento neste trimestre, contra 47,3 pontos no trimestre anterior. A produção industrial, até outubro, cresceu 0,1% em relação à média do trimestre anterior (-0,6% em termos trimestrais no 3T) e as vendas a retalho, também até outubro, mantiveram-se estáveis em termos trimestrais. No conjunto dos indicadores de consumo, o segmento dos bens duradouros parece estar a ter um melhor desempenho, com as matrículas de veículos a aumentarem 6,5% em termos trimestrais no ano até novembro, em comparação com um aumento de 4,8% no trimestre anterior. Da mesma forma, o indicador de consumo do BPI Research, baseado em dados de cartões, mostra uma recuperação do consumo em novembro, após a queda de outubro. Em novembro, as despesas cresceram 7,0% em termos homólogos, acima do crescimento médio de 5,5% registado no 3T. Por último, como veremos mais adiante, o mercado de trabalho continua a gerar emprego, embora a uma taxa ligeiramente inferior de 0,1% em termos trimestrais, com dados até novembro, em comparação com 0,2% no 3T. Portanto, com as suas nuances, o painel de avaliação mostra um desempenho semelhante ao do trimestre anterior, pelo que é razoável esperar um crescimento semelhante do PIB (o PIB cresceu 0,3% em termos trimestrais no 3T).

Espanha: previsões consensuais dos analistas para 2024

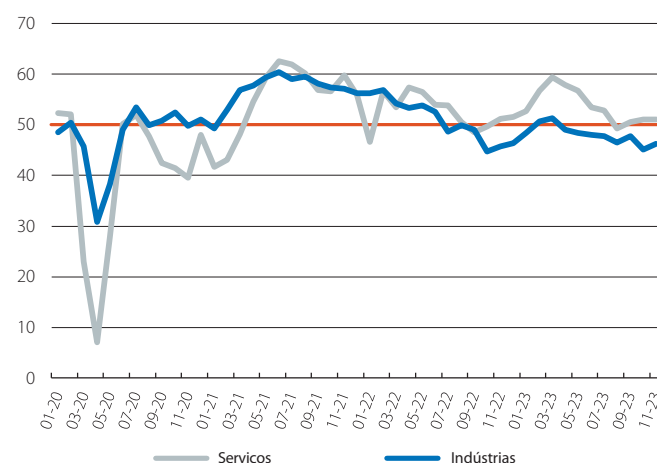
Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Consensus Forecast.

Espanha: PMI

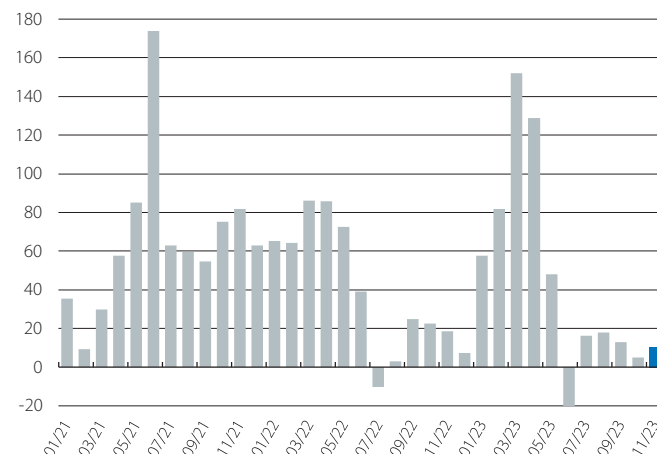
Nível



Font: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

Espanha: inscritos na Segurança Social

Variação mensal (milhares) *



Nota: * Dados ajustados sazonalmente.

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

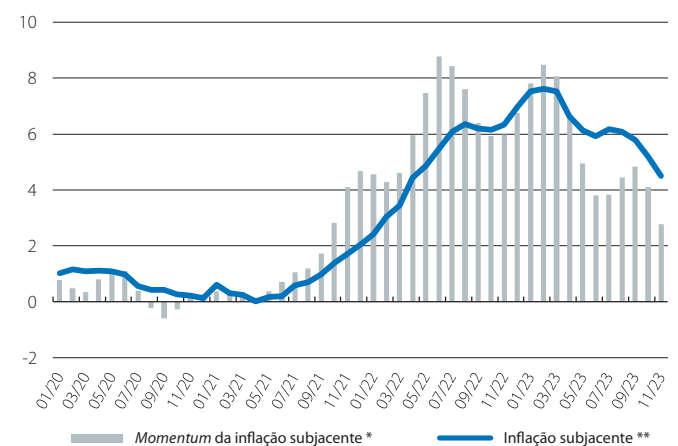
O mercado de trabalho continua a ter um bom desempenho, apesar do abrandamento da atividade. Embora as inscrições na Segurança Social tenham diminuído em novembro (-11.583 pessoas), como é habitual no início da época baixa no sector do turismo, em termos corrigidos de sazonalidade, o emprego continuou a ser criado (+10.348) e o número de desempregados continuou a diminuir (-24.573 pessoas). O número total de trabalhadores registados, sem ajustamento de sazonalidade, atingiu assim 20.806.074 trabalhadores, mais 522.443 do que há um ano, e a taxa de variação homóloga estabilizou em 2,6%.

A inflação continua a dar sinais de moderação. Após o aumento da inflação no 3T, em parte devido à subida acentuada dos preços do petróleo entre julho e setembro, tanto em outubro como em novembro registaram-se sinais de moderação. Consequentemente, em outubro a inflação abrandou a sua tendência ascendente e estabilizou em 3,5% e em novembro diminuiu 0,3 p. p. para 3,2%. Embora isto se deva, em parte, ao facto de os preços do petróleo terem moderado (o petróleo bruto Brent está a ser negociado a cerca de 82 dólares/barril (d/b), em comparação com 95 d/b no final de setembro), nem tudo pode ser atribuído a este canal. A inflação subjacente, que exclui a componente energética e os produtos alimentares não processados, tem também revelado uma tendência de moderação acentuada, situando-se em novembro em 4,5%, depois de ter registado 5,2% em outubro e 5,8% em setembro. Considerando também o *momentum* da inflação subjacente, uma medida que reflete melhor as recentes pressões sobre os preços, situou-se em 2,8% em novembro, o que aponta para uma trajetória descendente da taxa de inflação subjacente homóloga nos próximos meses.

A balança corrente continuou a melhorar em setembro. Em termos acumulados a 12 meses, a balança corrente registou um excedente de 2,65% do PIB em setembro, o maior excedente desde março de 2018. A melhoria do saldo, em percentagem do PIB, na comparação homóloga, atingiu 2,26 pontos, graças à melhoria de 3,18 p. p. na balança comercial de bens e serviços, que mais do que compensou a deterioração de 0,91 p. p. na balança de rendimentos, esta última afetada pela subida das taxas de juro. A melhoria da balança comercial foi generalizada, embora seja de salientar a correção do défice energético, que diminuiu 1,08 p. p. devido à queda acentuada dos preços da energia e representa quase 35% da melhoria da balança comercial.

Os preços da habitação interrompem a trajetória de desaceleração no 3T 2023. Quer o valor de avaliação quer o preço de transação dos alojamentos vagos continuaram a registar um crescimento positivo no 3T de 2023 e aceleraram o ritmo em comparação com o trimestre anterior (1,1% em termos trimestrais vs. 0,3% no 2T para o valor avaliado e 2,5% em termos trimestrais vs. 2,1% do 2T o preço de transação). Neste sentido, as taxas homólogas aceleraram de 3,0% no 2T para 4,2%, no caso do valor de avaliação, e de 3,6% para 4,5%, no caso do preço de transação. Esta resiliência dos preços da habitação reflete o facto de que, apesar da perda de dinamismo da procura, com uma queda de 8,5% nas transações até agora neste ano, a oferta continua a ser insuficiente, afetada pelo baixo nível de novas licenças de construção.

Espanha: inflação subjacente e o seu momentum (%)

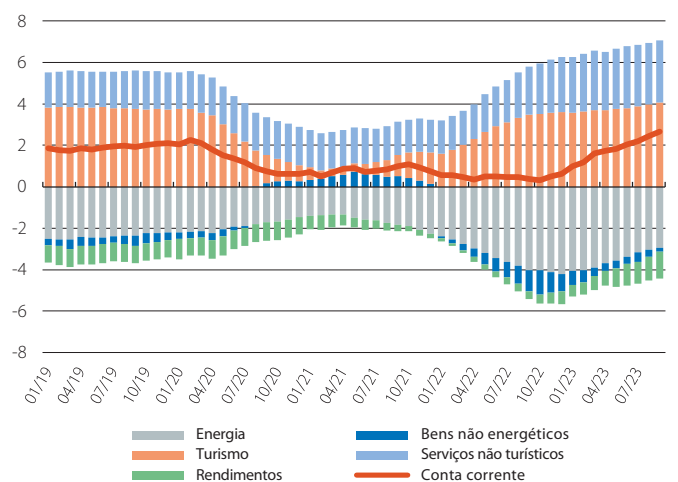


Notes: * O momentum da inflação subjacente é a variação móvel dos últimos três meses em relação aos três meses anteriores. ** A inflação subjacente exclui os produtos alimentares não processados e a energia.

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

Espanha: saldo da balança corrente

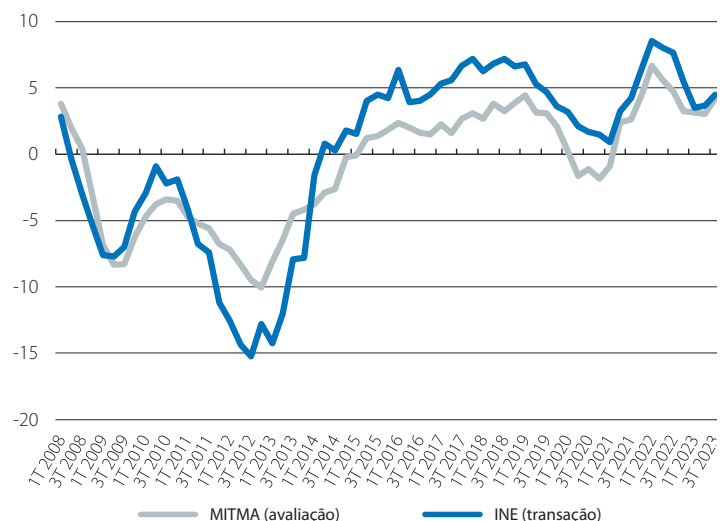
Acumulado de 12 meses (% do PIB)



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

Espanha: preços da habitação

Variação homóloga (%)



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

A intensidade exportadora dos sectores em Espanha

Qual é a situação do sector externo em Espanha e qual foi a sua evolução recente? Analisamos neste Focus as alterações na intensidade exportadora dos diferentes sectores da economia espanhola dedicados a bens e serviços não turísticos.¹

Entre 2016 e 2021,² período para o qual existe informação detalhada disponível, as vendas ao exterior das empresas espanholas aumentaram 20%, com um crescimento notável tanto nas exportações de bens (21%) como nas de serviços não turísticos (19%). Este aumento foi generalizado, com 78% dos sectores analisados a registarem um aumento das vendas ao estrangeiro durante o período. Tal aumento corresponde a um alargamento da base exportadora, tanto a nível geográfico, com um aumento das vendas para mercados extracomunitários de 36% contra 10% nos mercados da UE durante o mesmo período, como a nível sectorial, com um aumento da internacionalização de atividades que anteriormente quase não tinham operações no estrangeiro.

Quais os sectores que mais vendem para o estrangeiro?

Apesar da melhoria geral das vendas ao exterior na maioria dos sectores, as exportações espanholas apresentam um nível alto de concentração, com seis sectores (transformação de produtos alimentares, metalurgia, produtos químicos, fabrico de veículos a motor, armazenamento e transporte, e comércio grossista) responsáveis por 60% de todo o volume de negócios externo das empresas espanholas.

Analisando a evolução entre 2016 e 2021, destaca-se o aumento do peso do sector de armazenamento e transporte nas exportações espanholas (+1,6 p.p.), enquanto a indústria automóvel reduziu o seu peso (-3 p.p.).

Intensidade exportadora: para uma análise mais pormenorizada

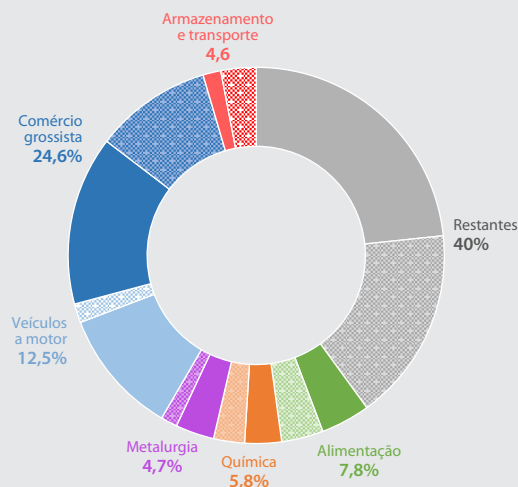
Os dados acima apresentados, embora reveladores, não expõem a importância dos mercados externos para muitos sectores. Como o volume de negócios no estrangeiro depende da dimensão total do sector, não estão representados os sectores com exportações elevadas mas com um volume de negócios reduzido. No intuito de aprofundar a análise, utilizamos uma medida designada por intensidade exportadora, ou seja, o rácio entre o volume de negócios no estrangeiro e o volume de negócios total de cada sector.³ Assim, podemos quantificar a participa-

1. Isto exclui, por exemplo, os serviços de turismo, como a indústria hoteleira.

2. Dados das Estatísticas Estruturais das Empresas do Comércio, Serviços e Indústria do INE.

3. Definimos intensidade de exportação $Int = \frac{\text{Volume de negócios no estrangeiro}}{\text{Volume de negócios total}}$

Espanha: estrutura das exportações por sector e destino

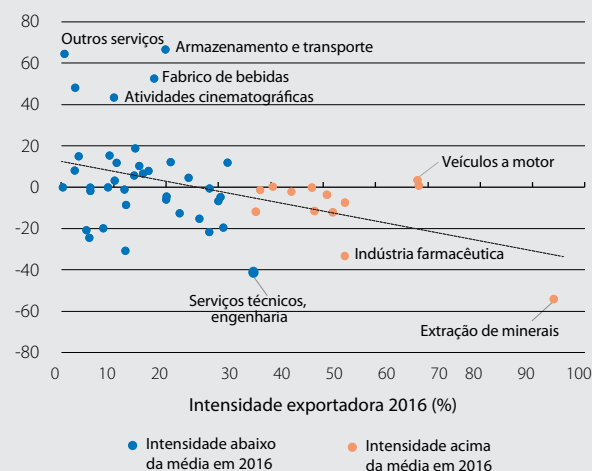


Nota: As áreas coloridas sem pontos indicam a percentagem de vendas externas para a UE e as áreas com pontos indicam a percentagem fora da UE.

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

Espanha: alterações na intensidade exportadora

Variação 2016-2021 (%)



Fonte: BPI Research, com base nas Estatísticas Estruturais das Empresas do Comércio, Serviços e Indústria do INE.

ção de cada sector no comércio externo sem as distorções causadas pelo volume de negócios total. Com esta medida, a intensidade das exportações de todos os sectores diminuiu 3 p.p. no período 2016-2021. Esta redução deveu-se principalmente a uma diminuição da intensidade das exportações das indústrias transformadoras e extrativas, que têm um elevado peso nas exportações, enquanto sectores mais pequenos aumentaram consideravelmente, como o fabrico de bebidas (+9 p.p.), as atividades cinematográficas (+4 p.p.) e o armazenamento e transporte (+13 p.p.), cujas exportações representam agora um terço das suas vendas totais.

Verificou-se, assim, uma convergência entre sectores e as diferenças de intensidade de exportação entre sectores são mínimas. Os sectores com menor intensidade de exportação⁴ no início do período apresentam um crescimento mais elevado (+1 p.p.) durante o período do que os sectores que começam com uma intensidade de exportação mais elevada (-5 p.p.). Atualmente, o sector externo é um mercado mais essencial para mais sectores de atividade e reflete o alargamento da base exportadora da economia espanhola.

A intensidade das exportações aumentou mais durante o período em análise nas atividades de serviços não turísticos (+1 p.p.) do que nos sectores da indústria transformadora e do comércio de bens, que registaram, em média, uma redução da intensidade exportadora (-3 p.p.), o que consolida os serviços não turísticos como um importante motor do comércio externo espanhol.

Características dos sectores com elevada intensidade exportadora

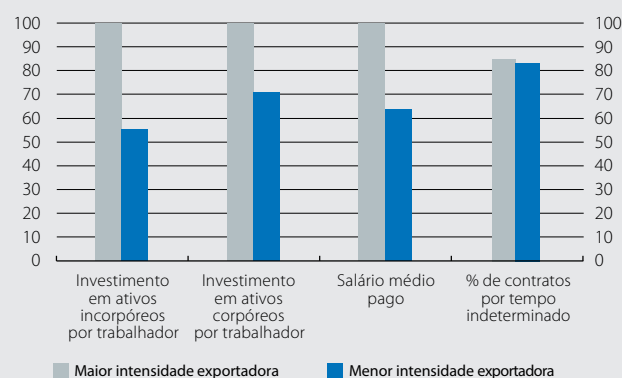
Os sectores com uma intensidade exportadora superior à média apresentam características empresariais muito diferentes das observadas nos sectores com uma intensidade inferior.

As empresas dos sectores com maior intensidade de exportação, em particular, investem mais em ativos corpóreos e incorpóreos, contribuindo estes últimos para uma maior formação de capital humano. Geram mais emprego de qualidade, pois têm mais trabalhadores com contratos sem termo (embora a diferença seja pequena) e incorrem em custos salariais e de contribuições mais elevados por trabalhador. Os sectores com maior intensidade exportadora têm, em média, um número muito mais elevado de grandes empresas (3%) do que os sectores com menor intensidade exportadora (0,3%).

Espanha: características das empresas em função da intensidade exportadora

(100 = dados para as empresas com maior intensidade e exportação)

(p. p. para contratos por tempo indeterminado)



Nota: Os sectores com maior intensidade de exportação designam os sectores da economia espanhola cuja intensidade de exportação é superior à média de todos os sectores considerados no ano de 2021.

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

4. Dos 51 sectores da amostra, 25 são os que apresentam a menor intensidade de exportação.

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	09/23	10/23	11/23
Indústria									
Índice de produção industrial	8,8	2,8	0,8	1,3	-1,8	-2,2	-1,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,8	-5,3	-4,4	-5,3	-8,3	-8,7	-8,6	-9,7
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	45,6	50,1	48,5	47,3	47,7	45,1	46,3
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	15,4	2,6	-1,8	1,7	4,2	3,6	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	29,0	17,4	10,2	3,5	-3,0	-5,7	...	...
Preço da habitação	3,7	7,4	5,5	3,5	3,6	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,8	129,8	90,7	40,6	21,8	21,8	19,7	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	50,8	56,3	56,0	50,9	50,5	51,1	...
Consumo									
Vendas a retalho	5,1	0,9	2,0	6,7	6,1	6,9	6,3	5,0	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	2,6	45,5	9,9	6,9	2,3	18,1	7,0
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,9	-22,7	-19,2	-15,8	-20,3	-19,8	-19,6
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	3,0	3,1	1,4	1,8	2,9	3,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,8	12,9	12,9	13,3	11,6	11,8	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,5	3,9	2,7	2,5	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6
PIB	6,4	5,8	3,8	4,1	2,0	1,8	-	-	-

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	09/23	10/23	11/23
Inflação global	3,1	8,4	6,6	5,1	3,1	2,8	3,5	3,5	3,2
Inflação subjacente	0,8	5,1	6,5	7,6	6,2	6,0	5,8	5,2	4,5

Setor externo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	4,5	4,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	-1,2	-1,2	...	...
Saldo corrente	9,3	8,2	8,2	22,1	28,8	37,4	37,4	...	...
Bens e serviços	11,8	16,3	16,3	31,6	43,3	55,5	55,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-8,1	-8,1	-9,5	-14,5	-18,1	-18,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,1	20,7	20,7	36,3	42,7	50,8	50,8	...	...

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	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	-0,3	0,1	...	...
À vista e poupança	10,3	7,9	5,0	0,3	-4,0	-6,9	-6,8	-7,7	...
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-7,3	7,7	40,1	69,5	74,2	79,5	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	-3,2	7,4	6,8	11,3	14,6	14,2	...
TOTAL	6,7	5,2	3,2	2,1	0,8	0,5	1,1	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,3	0,7	0,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,5	-3,9	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	0,9	-1,0	-2,7	-4,6	-4,8	-5,6	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	0,2	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,3	...
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	-1,0	...
Administrações Públicas	15,3	0,2	-1,1	-0,2	-3,3	-4,6	-4,1	-5,9	...
TOTAL	1,1	0,7	0,4	-0,9	-2,3	-3,4	-3,5	-4,0	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,3	3,5	3,7	3,5	3,5	3,5	3,6	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (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

