IM05

INFORMAÇÃO MENSAL
MAIO 2024

ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
Alterações de ciclo na política monetária

ECONOMIA INTERNACIONAL
Quem tem uma casa, tem um tesouro

Distribuição do património nas principais economias europeias

ECONOMIA ESPANHOLA
Principais fatores para o aumento da poupança das famílias espanholas em 2023

As empresas espanholas mantêm uma situação financeira sólida

ECONOMIA PORTUGUESA

Aquisição de casas por estrangeiros em Lisboa: Quem? Onde? A que preço?

A geração mais bem qualificada de sempre está a ser aproveitada?

Dívida das empresas portuguesas: abertura ao «Resto do Mundo»

BPI

INFORMAÇÃO MENSAL
Maio 2024

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

BPI Research (DF-EEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/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:
6 de maio de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS
9 *Alterações de ciclo na política monetária*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL
14 *Quem tem uma casa, tem um tesouro*
16 *Distribuição do património nas principais economias europeias*

20 ECONOMIA PORTUGUESA
22 *Aquisição de casas por estrangeiros em Lisboa: Quem? Onde? A que preço?*
24 *A geração mais bem qualificada de sempre está a ser aproveitada?*
26 *Dívida das empresas portuguesas: abertura ao «Resto do Mundo»*

29 ECONOMIA ESPANHOLA
31 *Principais fatores para o aumento da poupança das famílias espanholas em 2023*
34 *As empresas espanholas mantêm uma situação financeira sólida*

Luzes e sombras da economia mundial entre o curto e o médio prazo

No primeiro terço do ano, as peças do puzzle da aterragem suave da economia internacional foram-se encaixando, apesar do aumento da instabilidade geopolítica e das surpresas positivas nos dados de crescimento e de inflação que, de qualquer modo, reduzem a probabilidade de cenários recessivos. Esta maior solidez dos dados de atividade e dos resultados das empresas, nesta altura da primavera, constitui uma boa base para o crescimento no resto do ano e vem acompanhada de uma recuperação da confiança dos agentes económicos, apesar dos elevados níveis de ruído geopolítico. A única nota dissonante, embora não inesperada, é um certo arrastamento da inflação no caminho para o objetivo, uma vez que entrámos na última milha. No entanto, o aspeto mais inovador na configuração do processo de normalização monetária são as divergências que começam a ser registadas nas trajetórias dos preços para 2%, refletindo o ritmo desigual da recuperação nos últimos trimestres, bem como os padrões sectoriais heterogéneos. Tal deverá conduzir a uma menor coordenação na redução das taxas de juro em comparação com o movimento restritivo dos últimos dois anos, na ausência de reações excessivas nas taxas de câmbio.

Nas palavras do FMI, tudo isto evidencia um «ciclo económico resiliente em divergência», graças ao apoio dado à procura tanto pela solidez do mercado de trabalho como pela despesa pública e pelas poupanças acumuladas durante a pandemia. No entanto, talvez mais inovador seja o facto de a dinâmica positiva do lado da oferta ter sido reforçada quando a normalização das cadeias de abastecimento e o desvanecimento do choque energético se juntaram ao crescimento da força de trabalho (já ninguém se lembra da Grande Demissão). Por conseguinte, o reequilíbrio alcançado nos últimos seis meses entre a oferta e a procura mundiais deixa o horizonte bastante claro no caminho de regresso às taxas de crescimento potenciais, se não houver surpresas negativas no cenário geopolítico que levem a um aumento perturbador do preço do barril de petróleo em relação aos níveis atuais. Por enquanto, em algumas semanas com a procura global a ganhar ímpeto, interrupções no transporte marítimo e elevada instabilidade política, os preços têm estado bastante contidos, refletindo a flexibilidade da oferta para manter o preço em torno dos 85 dólares.

O problema é que a melhoria do cenário económico não impedirá que as taxas de crescimento a curto prazo se mantenham bastante medíocres, sobretudo na Europa, devido a: taxas de juro ainda elevadas, retirada gradual dos apoios orçamentais, consequências retardadas dos choques dos últimos anos e a prudência que os agentes económicos continuam a demonstrar quando tomam decisões de investimento ou de consumo num contexto instável. O reforço dos balanços das empresas e das famílias ajuda a compensar as elevadas necessidades de financiamento do sector público, embora possa constituir um entrave à atividade quando o estímulo orçamental se desvanecer. Especialmente num mundo em que o canal da procura externa pode ser limitado pela fragmentação causada por políticas protecionistas sob a égide da autonomia estratégica, do *friendshoring* ou de conceitos semelhantes. Isto aumenta a importância do investimento privado como uma variável-chave para a recuperação do crescimento potencial nas economias desenvolvidas, uma condição necessária para alcançar objetivos de política económica como os ligados à transição energética, uma vez que confiar numa recuperação iminente da produtividade não é mais do que um brinde ao sol. Como o Relatório Letta demonstrou, a Europa tem o problema adicional da desvantagem competitiva de não dispor de canais adequados para orientar a poupança interna para grandes projetos de investimento, na ausência de uma União (plena) dos Mercados de Capitais. O relatório apela à criação de uma União da Poupança e do Investimento para reduzir as elevadas saídas de poupanças para o estrangeiro (cerca de 250 mil milhões de euros por ano) e para facilitar o financiamento da transição ecológica e digital e das despesas de defesa necessárias para fazer face aos atuais problemas de segurança, bem como para enfrentar os desafios que se colocam aos sistemas de pensões. Melhorar a visibilidade dos resultados económicos a curto prazo continua, pois, a ser um desafio importante a médio prazo, num contexto em que se assistirá a grandes transformações nos próximos anos.

Cronologia

ABRIL 2024

9 O programa Copernicus da UE indica que março de 2024 é o décimo mês consecutivo de recorde de temperatura desde o início dos registos (ano 1850).

FEVEREIRO 2024

22 Os EUA regressam à Lua depois de mais de 50 anos com a aterragem do Odysseus, o primeiro módulo comercial a tocar a superfície lunar.

DEZEMBRO 2023

13 A COP28 (conferência das Nações Unidas sobre as mudanças climáticas) termina com um compromisso de abandono dos combustíveis fósseis.
20 O Conselho Europeu aprova a reforma das regras fiscais da UE.

MARÇO 2024

13 O BCE ajusta o quadro operacional no âmbito do qual executa a sua política monetária.
19 O Banco do Japão aumenta a sua taxa de referência de –0,1% para 0,1%.

JANEIRO 2024

11 A NASA confirma que 2023 foi o ano mais quente de que há registo (1880).
19 O Japão torna-se o quinto país a alunar (pousar na Lua).

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.

Agenda

MAIO 2024

3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (abril).
8 Espanha: índice de produção industrial (março).
Portugal: emprego e desemprego (1T).
16 Portugal: índice de custos da mão de obra (1T).
17 Espanha: *rating* Fitch.
Portugal: *rating* Moody 's.
Japão: PIB (1T).
20 Espanha: comércio externo (março).
24 Espanha: empréstimos, depósitos e rácio NPL (março).
29 Portugal: carteira de crédito e depósitos (abril).
30 Espanha: evolução do CPI (maio).
Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
31 Espanha: *rating* DBRS.
Portugal: detalhe do PIB (1T).
Portugal: produção industrial (abril).
Zona Euro: estimativa rápida do CPI (maio).

JUNHO 2024

4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
6 Conselho do Banco Central Europeu.
11 Portugal: volume de negócios na indústria (abril).
11-12 Comité de Mercado Aberto da Reserva Federal.
17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
18 Portugal: população residente (2023).
21 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: preços da habitação (1T).
24 Portugal: Contas Nacionais por Setor Institucional (1T).
25 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
27 Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
Portugal: rácio NPL (1T).
27-28 Conselho Europeu.
28 Espanha: estimativa rápida do IPC (junho).
Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (junho).

Bom andamento da economia portuguesa no início de 2024

A informação conhecida relativa aos primeiros meses deste ano respeitante à atividade, emprego e inflação, justifica algum otimismo para o conjunto do ano e é também confirmada pelas revisões recentes de cenários por algumas entidades de referência. Deste modo, confirma-se que 2024 será um ano de crescimento mais baixo que os anos recentes, mas ainda assim de expansão significativa tendo em conta todos os condicionantes desfavoráveis, em particular o enorme aumento da inflação e das taxas de juro desde meados de 2022, com efeitos desfasados sobre a atividade e confiança.

Em particular destaca-se a informação das contas nacionais relativas ao primeiro trimestre do ano, cuja estimativa *flash* (ainda sem o detalhe por componente) surpreendeu favoravelmente com um acréscimo do PIB de 0,7% no trimestre. Ainda assim, em termos de comparação homóloga observou-se apenas um crescimento de 1,4%, sinalizando que a economia se ressentiu efetivamente de todas as condicionantes desfavoráveis e abrandou por comparação com os anos desde a pandemia (o crescimento cifrou-se em 2,3% em 2023). Apesar desta desaceleração notória e do crescimento mais baixo, em termos de comparação com a zona euro, Portugal continua a comparar bem, dado que o conjunto da UEM registou uma expansão de 0,4% em termos homólogos e 0,3% em cadeia no mesmo período. A performance da região tem sido bastante influenciada pela fragilidade que continuam a evidenciar as duas maiores economias do bloco, Alemanha (com 3 trimestres consecutivos de queda do PIB em termos homólogos) e França (crescimentos homólogos em torno de 1%), e também os países do norte da Europa (como a Áustria que há pelo menos 4 trimestres regista contração da atividade acima de 1% medida em termos homólogos), penalizados pela proximidade do conflito na Ucrânia e com maior peso do segmento industrial (mais afetado pela transição energética).

Regressando à economia portuguesa, os sinais para os próximos meses parecem moderadamente favoráveis, pelo menos pela leitura dos índices de confiança, que em abril registaram uma melhoria transversal aos vários segmentos. No caso do consumidor, a confiança regressou aos níveis anteriores ao registado em início de 2022, antes do eclodir da guerra na Ucrânia. As famílias mostram-se mais otimistas quer quanto à situação do agregado familiar quer quanto à avaliação (atual e futura) da situação económica do país. A redução das taxas de juro nos últimos seis meses, acompanhando a expectativa do mercado relativamente à política monetária do BCE, a expectativa de que esse movimento se reforce em breve e a descida ordenada da taxa de inflação, estarão na base deste otimismo. Não menos importante será o desempenho do mercado de trabalho – emprego aumentou para mais de 5 milhões de indivíduos no 1T, um novo máximo histórico – enquanto as remunerações por trabalhador aumentaram mais de 6% y/y nos primeiros três meses do ano, ritmo mais elevado desde o início da série, e que sugere que o rendimento disponível das famílias terá registado uma boa performance (sobretudo em termos reais), sustentando o consumo privado.

Quanto aos indicadores setoriais, são também favoráveis, pois em regra recuperam de valores mais fracos observados em meados do ano passado, mas não oferecem uma perspetiva tão favorável como os do consumidor. De facto, o indicador de sentimento económico da CE regista valores máximos desde há cerca de um ano, com destaque para o setor dos serviços. Não obstante, o setor industrial permanece em retração e a construção parece estar a perder algum vigor. Ainda assim, tudo aponta para a continuação de uma trajetória positiva da economia ao longo do ano, justificando possivelmente uma reavaliação do nosso cenário em sentido ascendente nas próximas semanas.

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	5,50	4,50	3,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,85
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,40	3,00
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,40	2,80
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,50	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	–0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,50	2,75
€STR	–	–0,55	–0,58	1,57	3,90	2,93	2,30
Euribor 1 mês	3,18	0,42	–0,60	1,72	3,86	2,83	2,33
Euribor 3 meses	3,24	0,57	–0,58	2,06	3,94	2,74	2,36
Euribor 6 meses	3,29	0,70	–0,55	2,56	3,93	2,76	2,40
Euribor 12 meses	3,40	0,86	–0,50	3,02	3,68	2,78	2,45
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	–0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	–0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	–0,45	2,66	2,77	2,32	2,42
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	–0,25	2,73	2,75	2,46	2,57
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	3,00
Prémio de risco	11	158	73	105	98	90	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	–0,64	2,45	2,33	2,54	2,66
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	–0,35	2,53	2,42	2,61	2,75
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	3,00
Prémio de risco	19	297	65	97	63	80	80
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,84	0,86
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	78,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,2	63,9

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	3,0	3,0	3,2
Países desenvolvidos	*2,7*	*1,0*	*5,6*	*2,6*	*1,6*	*1,4*	*1,7*
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,2	1,6
Zona Euro	2,2	0,3	5,9	3,4	0,5	0,7	1,7
Alemanha	1,6	0,8	3,1	1,9	–0,1	0,2	1,3
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,6	1,4
Itália	1,5	–1,0	8,3	3,9	0,7	0,6	1,6
Portugal	1,5	–0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
Espanha	3,7	–0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Japão	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	0,0	0,6
Países emergentes e em desenvolvimento	*6,5*	*4,4*	*6,9*	*4,1*	*4,0*	*4,0*	*4,2*
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	7,7	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	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	3,6	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,5	2,6	3,5
Polónia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,1	2,9	3,6
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*	*2,5*	*2,0*
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,6	2,0
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,2	2,1
Alemanha	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,4	2,0
Itália	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,5	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Espanha	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japão	–0,3	0,4	–0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,8	2,3
Países emergentes e em desenvolvimento	*6,7*	*5,5*	*5,9*	*9,8*	*8,5*	*7,2*	*5,4*
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,8	1,7
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,5	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	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polónia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,6	4,6

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	1,7	1,0	1,7
Consumo das Adm. Públicas	2,3	–0,2	4,5	1,4	1,0	1,9	1,1
Formação bruta de capital fixo	–0,4	–0,8	8,1	3,0	2,6	3,3	5,1
Bens de equipamento	3,2	2,0	15,3	5,5	4,3	–	–
Construção	–1,5	–2,3	7,4	1,3	–0,3	–	–
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	–0,4	6,0	4,7	1,4	1,8	2,2
Exportação de bens e serviços	5,3	2,2	12,3	17,4	4,1	2,6	5,2
Importação de bens e serviços	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	2,9	5,1
Produto interno bruto	**1,5**	**–0,2**	**5,7**	**6,8**	**2,3**	**1,6**	**2,3**
Outras variáveis							
Emprego	0,4	–0,6	2,2	2,2	2,0	1,1	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,5	6,7	6,5
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	–9,2	–2,7	–0,8	–1,4	1,4	1,2	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	–7,7	–1,5	1,0	–0,5	2,7	2,5	2,7
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,1	–2,9	–0,3	1,2	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	1,8	2,3	2,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,3	3,4	–0,2	3,8	2,7	1,6
Formação bruta de capital fixo	5,6	–2,0	2,8	2,4	0,8	0,6	3,1
Bens de equipamento	4,9	–0,8	4,4	1,9	–1,6	0,2	3,8
Construção	5,7	–3,4	0,4	2,6	2,3	0,2	2,8
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	2,3	0,1	2,1
Importação de bens e serviços	7,0	–1,0	14,9	7,0	0,3	1,1	2,3
Produto interno bruto	**3,7**	**–0,3**	**6,4**	**5,8**	**2,5**	**1,9**	**2,2**
Outras variáveis							
Emprego	3,2	–0,9	7,1	3,7	3,2	2,4	1,8
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	3,5	3,0	2,5
Custos de trabalho unitários	3,0	1,2	1,0	0,9	5,9	4,4	2,5
Saldo Balança Corrente (% PIB)	–5,9	–0,2	0,8	0,6	2,6	2,4	2,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	–5,8	0,2	1,6	1,4	3,6	3,6	3,7
Saldo público (% PIB)[1]	0,3	–6,8	–6,8	–4,7	–3,6	–3,4	–2,9

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

Previsões

Os mercados assumem taxas mais elevadas durante mais tempo

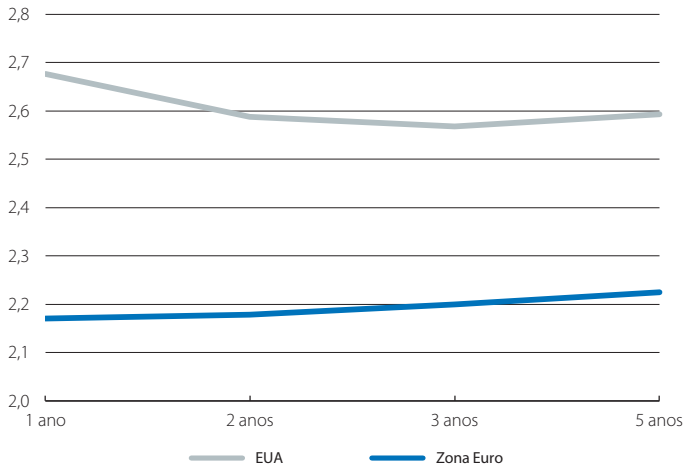
A volatilidade ganha destaque. O ritmo dos mercados financeiros foi dominado, durante grande parte do mês de abril, pelos riscos geopolíticos e pela especulação dos investidores sobre o futuro próximo da política monetária nas principais economias desenvolvidas. A intensificação das hostilidades no Médio Oriente e na guerra entre a Rússia e a Ucrânia, juntamente com o recrudescimento das tensões comerciais entre os EUA e a China sobre os direitos aduaneiros aplicáveis a vários metais, conduziram a um aumento da incerteza entre os investidores. Adicionalmente, os sinais de resistência à descida da inflação nos EUA, num cenário de uma economia forte, levaram os investidores a adiar as suas expetativas de cortes nas taxas da Fed, com repercussões em grande parte do universo das taxas de juro, nos diferenciais de rendimento entre regiões e nos movimentos cambiais.

A Fed desconfia de um regresso aos 2%. Como os investidores tinham previsto, em abril a Fed manteve as taxas de juro no intervalo 5,25%-5,50% e, em resposta às preocupações dos investidores, observou que os dados recentes não tinham ajudado a criar a confiança necessária para preparar uma primeira redução das taxas. No entanto, o presidente Jerome Powell atenuou este sinal *hawkish,* com algumas mensagens *dovish*, como a rejeição da possibilidade de uma subida das taxas de juro. Nomeadamente, a Fed pretendia adotar uma posição mais ponderada, centrando o debate no tempo que as taxas de juro deveriam ser mantidas elevadas e no tempo que deveriam esperar antes de um primeiro corte. Desta forma, a Fed recusou-se a abrir a porta a uma possível subida das taxas, salientando que o atual ambiente restritivo deverá ser suficiente para trazer a inflação para 2%, embora demore mais tempo do que o previsto. Na sua reunião de abril, a Fed anunciou também que irá abrandar a redução do seu balanço (*quantitative tightening*) a partir de junho. Mais especificamente, deixarão que os *treasuries* vençam a um ritmo de 25.000 milhões de dólares por mês (60.000 milhões de dólares anteriormente) e os MBS continuarão a vencer a um ritmo de 35.000 milhões de dólares por mês. Como resultado, os mercados terminaram o mês apostando numa primeira redução das taxas da Fed em novembro e dando uma probabilidade de quase 50% de uma segunda redução até ao final de 2024.

O BCE sinaliza corte de taxas em junho. O banco central da Zona Euro também deixou a sua política monetária inalterada em abril (com a taxa *depo* em 4,00% e a taxa *refi* em 4,50%), mas reforçou a expetativa de que efetuará uma primeira redução da sua taxa de referência em junho. Esta indicação do BCE foi apoiada, por um lado, pela desaceleração sustentada observada na maioria dos indicadores de preços, apesar de algumas rubricas apresentarem um pouco mais de inércia (por exemplo, os serviços). No entanto, a intenção de reduzir as taxas foi também apoiada pela atividade da Zona Euro, que continua a mostrar debilidade, apesar de alguns sinais de melhoria nos indicadores recentes. Contudo, Christine Lagarde salientou que não se deve antecipar uma trajetória de cortes sustentados das

Swaps *de inflação com diferentes prazos de vencimento*

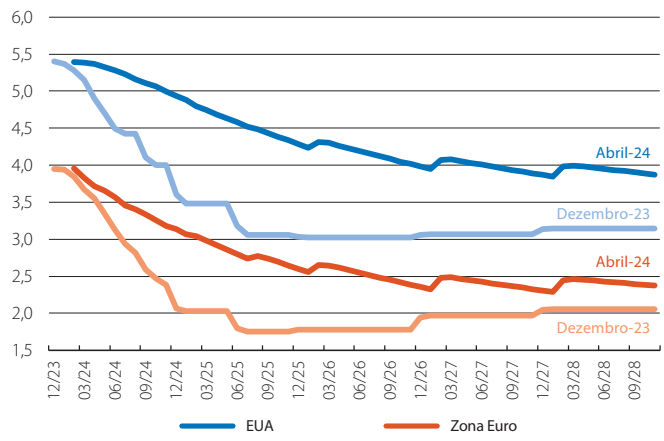
(%)



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

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

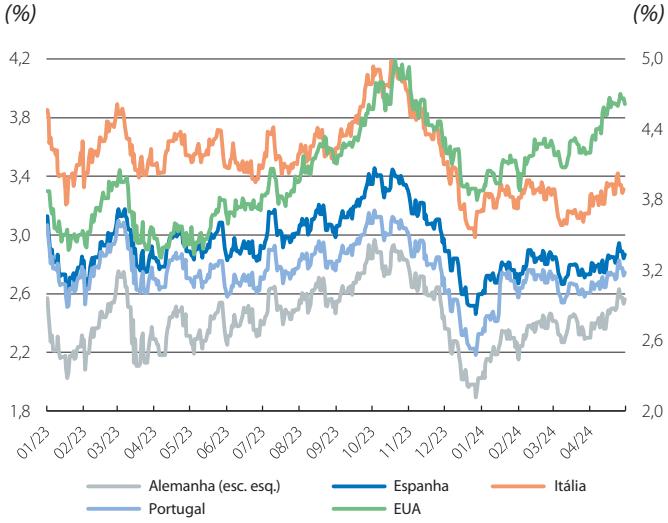
(%)



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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos

(%) *(%)*



Nota: *EUA Espanha, Itália e Portugal, esc. dir.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

taxas de juro para além de junho, mas que as decisões serão tomadas "reunião a reunião" e em função dos dados. Por último, e perante a maior prudência demonstrada pela Fed antes de baixar as taxas, Lagarde quis marcar distâncias e reiterou que o BCE se rege pelas necessidades do cenário económico da Zona Euro, recordando que este é significativamente diferente do dos EUA, e minimizou as consequências de uma divergência monetária entre a Fed e o BCE. Em consequência, os mercados fecharam o mês de abril com 90% de probabilidade de um corte de 25 p.b. nas taxas do BCE em junho, e apostando num total de 75 p.b. de reduções no conjunto de 2024 (com as quais a taxa *depo* terminaria o ano em 3,25%).

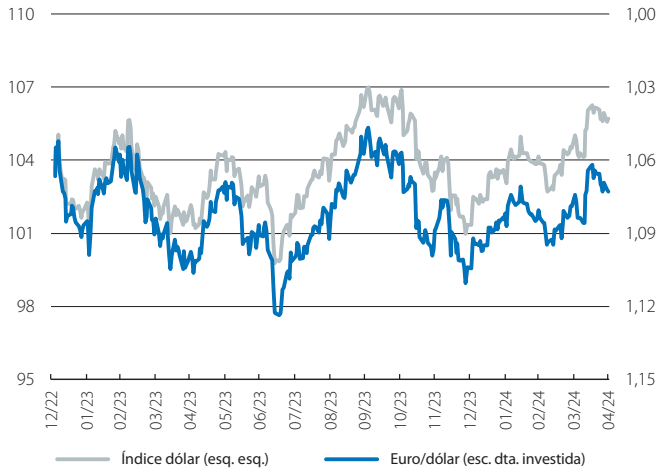
Taxas de juro soberanas em máximos de cinco meses. Os mercados obrigacionistas foram dominados, em abril, por uma combinação de riscos geopolíticos e ajustamentos nas expetativas de política monetária, tendo-se assistido, no conjunto do mês, a uma subida generalizada das *yields* das obrigações soberanas dos EUA e da Zona Euro. No caso dos *treasuries*, toda a curva se deslocou para cima, com a *yield* da obrigação a 2 anos a atingir a marca dos 5% pela primeira vez desde novembro, enquanto a rentabilidade a 10 anos recuperou quase 50 p.b. As curvas soberanas da Zona Euro evoluíram no mesmo sentido, embora com magnitudes mais contidas, respondendo à divergência monetária entre a Fed e o BCE e à perspetiva de flexibilização da política monetária mais cedo na Zona Euro do que nos EUA. Esta diferença entre a subida das *yields* em ambos os lados do Atlântico e o papel de porto seguro da moeda dos EUA suportou a valorização do dólar face ao euro para $1,067, num movimento generalizado de fortalecimento do dólar face às principais moedas dos mercados avançados e emergentes (por exemplo, o dólar fortaleceu-se para um máximo de três décadas face ao iene).

As matérias-primas recuperam com o aumento das hostilidades no Médio Oriente e a atividade global. Os ataques entre o Irão e Israel, com as suas potenciais repercussões no abastecimento de petróleo (o Irão é o terceiro maior produtor da OPEP), e o prolongamento dos cortes de produção pela OPEP e seus aliados fizeram com que o preço do barril de Brent fosse negociado em torno dos 90 dólares durante grande parte do mês de abril. No entanto, os preços dos metais industriais também subiram, com o cobre a liderar, devido à melhoria das expetativas de crescimento da atividade global, especialmente na China.

Os mercados bolsistas recuam. Perante este cenário, e receando que as condições monetárias restritivas continuem a comprimir as margens das empresas, os principais índices bolsistas sofreram perdas generalizadas em abril. Os índices norte-americanos registaram as maiores descidas (S&P 500 –4,2%, Nasdaq –4,5%), afetados pela forte subida das *yields* do *treasury* e antes do início da época de resultados empresariais do primeiro trimestre, com lucros inferiores aos esperados em algumas das principais empresas financeiras e tecnológicas. Na Zona Euro (Eurostoxx 50 –3,2%), as descidas foram mais moderadas, graças à próxima descida das taxas do BCE, e com um desempenho algo diferenciado entre as principais bolsas (DAX –3,0%, CAC 40 –2,7%) e a periferia (IBEX 35 –2,0%, PSI-20 +5,3%).

Moedas: índice dólar e euro

(Índice) *(Dólares por euro)*



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

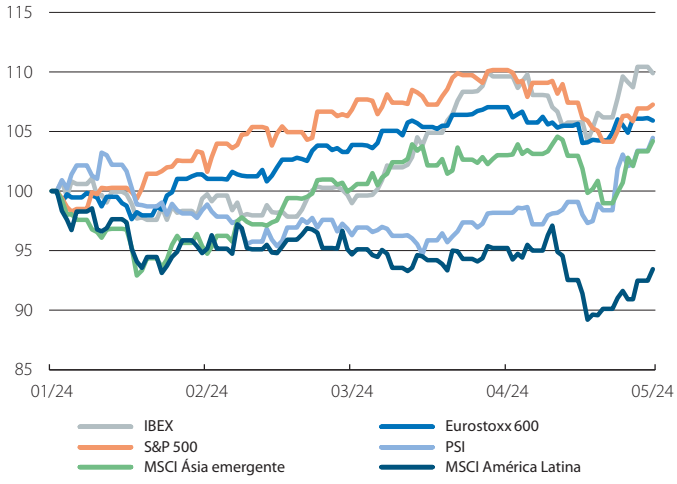
Matérias-primas: preços

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2022	2023
Commodities	Índice	101,7	2,2	3,1	13,8	–12,6
Energia	Índice	31,6	–0,4	3,0	33,5	–25,6
Brent	$/barril	87,9	0,4	14,0	10,5	–10,3
Gás natural (Europa)	€/MWh	29,2	6,8	–9,7	8,5	–57,6
Metais preciosos	Índice	244,5	3,9	9,3	–1,9	4,1
Ouro	$/onça	2.286,3	2,5	10,8	–0,3	13,1
Metais industriais	Índice	157,4	12,6	10,3	–4,4	–13,7
Alumínio	$/Tm	2.590,0	10,8	8,6	–15,3	0,3
Cobre	$/Tm	10.135,5	14,3	18,4	–13,9	2,2
Agrícola	Índice	59,3	–0,9	–5,1	13,2	–9,3
Trigo	$/bushel	581,3	3,7	–7,4	2,8	–20,7

Nota: *Dados em 30 de abril de 2024.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

Bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2024)



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

Alterações de ciclo na política monetária

Neste momento, a política monetária encontra-se num ponto invulgarmente apertado, resultado das sequelas inflacionistas da COVID-19 e da guerra na Ucrânia, que elevaram as nossas estimativas para as taxas de juro mundiais acima do pico atingido em 2007. No entanto, a evolução económica aponta para uma mudança de ciclo: o início de uma flexibilização da política monetária mundial.

Esta alteração é bem evidente no primeiro gráfico e nos primeiros cortes de taxas entre o final de 2023 e o início de 2024 na Suíça, Hungria, República Checa, México, Brasil, Colômbia, Peru e Chile (a maioria dos quais também liderou o ciclo de subida de taxas em 2021). Uma caraterística comum a estas primeiras descidas é a descida global da inflação, que tem sido significativa desde os picos atingidos em 2022, mas ainda não definitiva.

Idiossincrasias e divergências

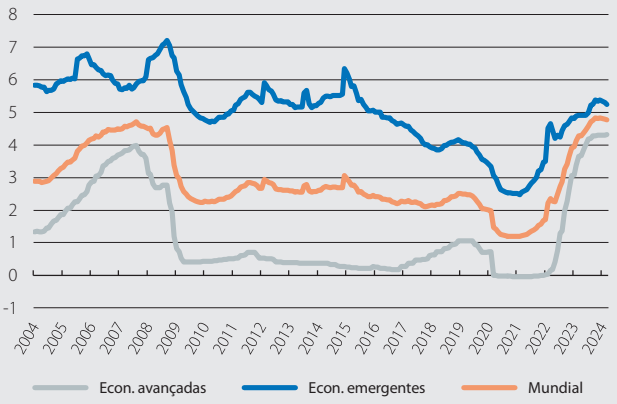
Mas a desinflação global e a mudança do ciclo monetário escondem disparidades entre os países. A dinâmica do conjunto das economias emergentes é, por exemplo, afetada pela aceleração da inflação na Turquia (para cerca de 70% no início de 2024, em comparação com cerca de 40% em meados de 2023) e, em menor medida, na Rússia (quase 8% nos últimos meses),[1] enquanto, no outro extremo do espetro, a China apresenta taxas de inflação próximas de 0% ou mesmo ligeiramente negativas.

O Japão é a exceção mais notável entre as economias avançadas. Também a inflação japonesa está a abrandar, mas com dois anos de inflação acima dos 2%, permitiu ao banco central seguir um caminho diferente e começar a aumentar as taxas de juro. Subtil, mas um pouco mais saliente, é a divergência entre os EUA e a Zona Euro. Tanto do lado de cá do Atlântico como do lado de lá, a Fed e o BCE deram sinais de que se aproxima o fim gradual da restritividade da política monetária. E, em ambos os casos, esta orientação responde a uma queda notável da inflação. No entanto, a dinâmica recente está a alterar os ritmos com que a Fed e o BCE planeiam executar a flexibilização da política monetária. Conforme se pode ver no terceiro gráfico, as pressões sobre a componente subjacente dos preços na Zona Euro continuam a diminuir a bom ritmo, graças ao desvanecimento dos choques diretos e indiretos nos sectores energético e alimentar e à ausência de efeitos de segunda ordem significativos entre os preços, os salários e as margens das empresas. Em contrapartida, nos EUA as pressões inflacionistas subjacentes têm sido mais resilientes nos últimos meses, impulsionadas pelas rendas observadas e imputadas (uma rubrica que ainda não registou a desaceleração acentuada para a qual a maioria dos

1. Para além de casos extremos como a Argentina, com uma inflação de três dígitos.

Mundo: taxas de juros dos bancos centrais

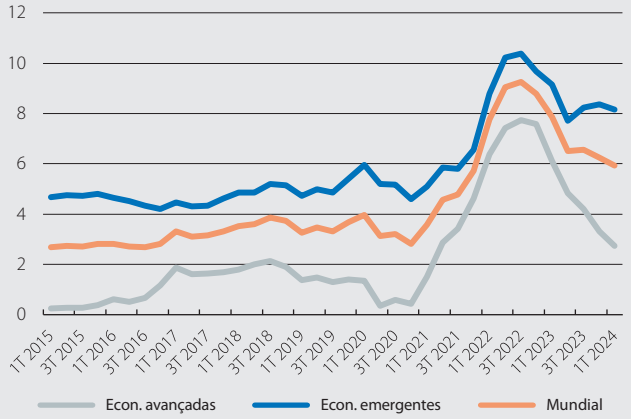
(%)



Notas: *Agregado de 14 bancos centrais de economias avançadas e 11 emergentes, representando 39% e 38% do PIB mundial, respetivamente. Para a China, é utilizada a Household Savings Deposits Rate.*
Fonte: *BPI Research, cálculos próprios baseados em dados do FMI e da Bloomberg.*

Mundo: IPC

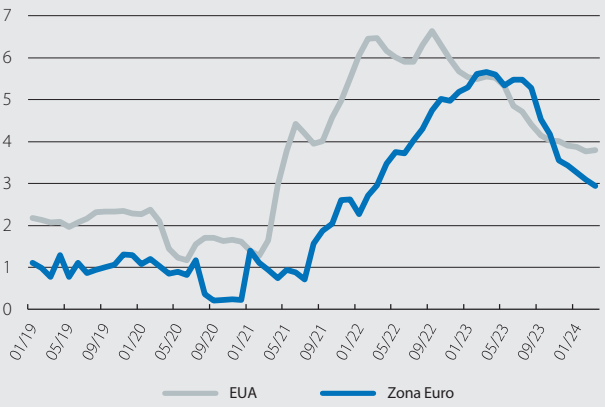
Variação homóloga (%)



Fonte: *BPI Research, cálculos próprios com base em dados do FMI e dos organismos nacionais de estatística.*

Economias avançadas: IPC subjacente *

Variação homóloga (%)



Nota: ** Exclui a energia e todos os alimentos.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.*

indicadores avançados sugere que deveria estar a caminhar) e, mais recentemente, uma certa aceleração dos preços de outros serviços. A Fed mantém a indicação de que a sua próxima medida será uma redução da taxa de juros, mas a incerteza sobre se estas tensões refletem fatores idiossincráticos temporários ou se, num contexto de atividade económica robusta, são sinais de resistência subjacente dos preços, torna a Fed mais cautelosa antes de tomar uma medida. Na Europa, pelo contrário, os dados estão a dar confiança ao BCE e as comunicações que apontam para uma descida das taxas a 6 de junho são cada vez mais explícitas.

É por isso que os mercados financeiros reajustaram as suas expetativas nos últimos meses. Já na Europa, atribuem uma probabilidade de 90% a uma primeira descida das taxas em junho e esperam que estas sejam reduzidas num total de 75 p.b. no conjunto de 2024, os investidores não descontam o primeiro corte de taxas da Fed até novembro e duvidam que haja um novo corte no final do ano. No entanto, a distinção que os mercados fazem entre as diferentes realidades de cada economia não é total. Com efeito, a alteração das expetativas dos mercados financeiros foi bastante generalizada entre as principais economias avançadas. Os investidores esperavam, no final de 2023, cortes agressivos e generalizados das taxas de juro, mas esta opinião foi corrigida a favor de uma flexibilização mais gradual.

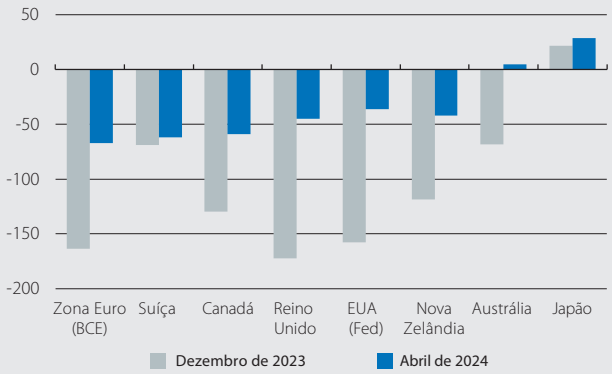
BCE: dependência de dados ou da Fed?

Existem várias explicações para a sincronização das expetativas dos investidores, desde a possibilidade de a inflação norte-americana e a Fed anteciparem a dinâmica de outras economias até uma certa tendência dos mercados para não discriminarem as nuances de cada região. Não obstante, é razoável perguntar até que ponto uma Fed mais cautelosa pode condicionar o resto. Relativamente ao BCE, existem três canais principais de impacto: condições financeiras, procura global e taxas de câmbio. Primeiramente, a existência de condições restritivas nos EUA tenderá a tornar as condições mais restritivas na Zona Euro. Caso este contágio não seja desejado, poderá reforçar a determinação do BCE em flexibilizar a política monetária e ancorar melhor as condições financeiras europeias. Os outros dois canais, pelo contrário, podem favorecer um BCE mais cauteloso. Por um lado, a solidez dos EUA pode reforçar a procura mundial, exercer pressão sobre os preços das matérias-primas e valorizar o dólar. Em contrapartida, existe a ameaça da taxa de câmbio sobre a inflação da Zona Euro, embora as estimativas sugiram uma repercussão limitada: uma desvalorização de 1% da taxa de câmbio efetiva nominal do euro aumentaria a inflação em menos de 0,1 p.p.[2] Dado que o euro tem resistido face a outras moedas que não o dólar, apesar da força deste último,[3] seria de esperar que as pressões inflacionistas fossem contidas, mesmo que a taxa de câmbio euro-dólar enfraquecesse até à paridade (e, em qualquer caso, abaixo da desinflação que ainda está para vir através de outros canais).

Durante o reajustamento das expetativas do mercado, o BCE reiterou a sua independência em relação à Reserva Federal e sublinhou a natureza diferente dos cenários económicos dos EUA e da Zona Euro. Em junho, e com a premissa de um mapa de risco exigente, o BCE terá a primeira oportunidade de traduzir estas palavras em cortes nas taxas.

Expetativas do mercado para a política monetária em 2024

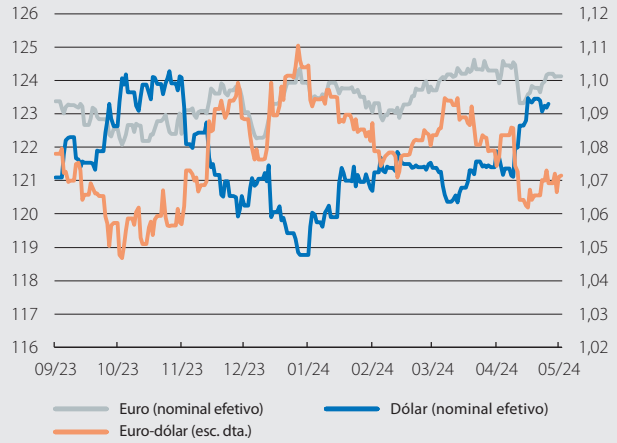
Variação da taxa oficial de cada banco central (p. b.)



Notas: *Variação entre dezembro de 2023 e dezembro de 2024, com base em expetativas inferidas a partir de cotações de mercado. Na Suíça e no Japão, a previsão de abril de 2024 já incorpora os ajustamentos efetivamente realizados.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

Taxas de câmbio

Índice *(Dólares por euro)*



Notas: *As taxas efetivas indicam a taxa de câmbio da moeda em relação a um vasto cabaz de moedas (ponderadas pela importância comercial de cada país). Um valor mais elevado indica uma apreciação da moeda em relação a este cabaz.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da Bloomberg, da Fed e do BCE.*

2. Ortega, E. e Osbat, C. (2020). «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries». Banco de Espanha Occasional Paper (2016).
3. O dólar tem um peso de 16% no cabaz da taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às 41 moedas principais.

Taxas de juro (%)

	30-abril	31-março	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2024 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	100,0
Euribor 3 meses	3,83	3,89	–7	–8,4	56,0
Euribor 12 meses	3,70	3,67	3	18,3	–18,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,44	3,34	10	17,7	34,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,03	2,85	19	63,0	34,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,58	2,30	29	56,0	27,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,35	3,16	19	36,1	–0,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,21	3,01	20	55,2	7,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	50,0
SOFR 3 meses	5,33	5,30	3	–0,3	23,9
Dívida pública a 1 ano	5,24	5,02	21	47,3	38,4
Dívida pública a 2 anos	5,04	4,62	42	78,5	89,4
Dívida pública a 10 anos	4,68	4,20	48	80,1	111,2

Spreads *da dívida corporativa (p. b.)*

	30-abril	31-março	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2024 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	56	54	2	–2,9	–27,4
Itraxx Financeiro Sénior	63	63	0	–3,5	–34,6
Itraxx Financeiro Subordinado	116	114	2	–6,6	–71,3

Taxas de câmbio

	30-abril	31-março	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2024 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,067	1,079	–1,1	–3,4	–2,8
EUR/JPY (ienes por euro)	168,220	163,300	3,0	8,0	11,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,854	0,855	–0,1	–1,5	–2,8
USD/JPY (ienes por dólar)	157,800	151,350	4,3	11,9	14,8

Matérias-primas

	30-abril	31-março	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2024 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	546,2	536,4	1,8	7,0	0,2
Brent ($/barril)	87,9	87,5	0,4	14,0	10,8
Ouro ($/onça)	2.286,3	2.229,9	2,5	10,8	15,3

Rendimento variável

	30-abril	31-março	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2024 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.035,7	5.254,4	–4,2	5,6	20,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.921,2	5.083,4	–3,2	8,8	12,9
Ibex 35 (Espanha)	10.854,4	11.074,6	–2,0	7,4	17,5
PSI 20 (Portugal)	6.615,6	6.280,5	5,3	3,4	6,5
Nikkei 225 (Japão)	38.405,7	40.369,4	–4,9	14,8	31,9
MSCI emergentes	1.046,0	1.043,2	0,3	2,2	7,1

Fragmentação internacional nas perspetivas económicas

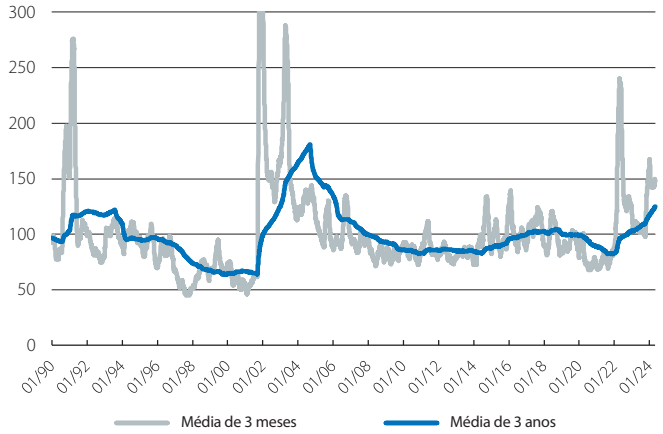
Aterragem suave, com zonas de grande turbulência. Ainda que a aterragem da economia mundial esteja a ser mais suave do que o previsto há alguns meses, as últimas semanas recordaram-nos que o ambiente continua a ser marcado por um elevado grau de incerteza. Com os ataques diretos entre Israel e o Irão, o conflito atingiu o seu ponto máximo de tensão. Embora os ataques não tenham aumentado e o cenário de eclosão de um conflito regional pareça ter sido evitado por enquanto, não é de excluir uma nova escalada que conduza a novas tensões na economia internacional, em especial nos mercados de *commodities*. O cenário macroeconómico continuará assim sujeito a riscos geopolíticos, em várias frentes. O índice de risco geopolítico GPR rondou os 150 pontos nos últimos 6 meses (50% acima da sua média histórica de 100 pontos) e a sua média de 3 anos excedeu os 125 pontos pela primeira vez desde 2006, altura em que se verificou um «desanuviamento» em relação aos picos históricos do início do século XXI.

«–Torre de controlo: OK», bom desempenho do PIB no 1T nas economias avançadas. Nos EUA, o PIB cresceu 0,4% em termos trimestrais no 1T 2024. Embora este valor esteja abaixo das expetativas, reflete a boa dinâmica da economia norte-americana. Os dados por componentes mostram que o consumo privado cresceu uns notáveis 0,6% em termos trimestrais (*vs.* 0,8% no trimestre anterior) e o investimento fixo acelerou (+1,3% no 1T *vs.* 0,9% anteriormente). Os dados apresentam assim um quadro de procura interna robusta, num contexto em que a procura externa está a arrefecer. O crescimento do PIB na Zona Euro foi de 0,3% em termos trimestrais, excedendo as expetativas, depois de ter caído nos dois trimestres anteriores, o que levou o crescimento homólogo para 0,4%. As principais economias aceleraram em relação ao trimestre anterior. A Alemanha conseguiu crescer 0,2% em termos trimestrais (*vs.* –0,5% no 4T 2023, revisto em baixa), a França cresceu 0,2% (*vs.* 0,1% anteriormente), principalmente devido a uma boa aceleração do investimento em capital fixo, enquanto a Itália cresceu 0,3% (*vs.* 0,2% anteriormente). A Espanha destaca-se pela positiva, com um crescimento notável de 0,7% no início do ano (ver secção de Economia Espanhola). Estes valores contribuíram para atenuar a divergência entre as economias dos EUA e da Europa, embora persista o diferencial de crescimento entre as economias centrais e periféricas da Zona Euro. Porém, num contexto de persistente fraqueza da indústria europeia, também refletida nos principais inquéritos de opinião e de clima empresarial, as expetativas de crescimento permanecem bastante modestas. Com efeito, na sua última atualização do World Economic Outlook, o FMI salientou as divergências de crescimento entre as economias avançadas e entre estas e as economias em desenvolvimento, revendo em alta o crescimento dos EUA para 2024 e 2025 (2,7% e 1,9%, +0,6 p.p. e +0,2 p.p. *vs.* previsão anterior, respetivamente) e em baixa o crescimento da Zona Euro (0,8% e 1,5%, –0,1% p.p. e –0,2 p.p *vs.* previsão anterior, respetivamente).

O *high for longer* riposta...com mais força em Washington do que em Frankfurt. A inflação mantém-se fonte de preocupação e continua no mapa de risco, principalmente nos EUA, onde a divulgação dos dados do PIB mostrou não só a força do consumo americano, mas também a força das pressões inflacionistas inter-

Global: risco geopolítico

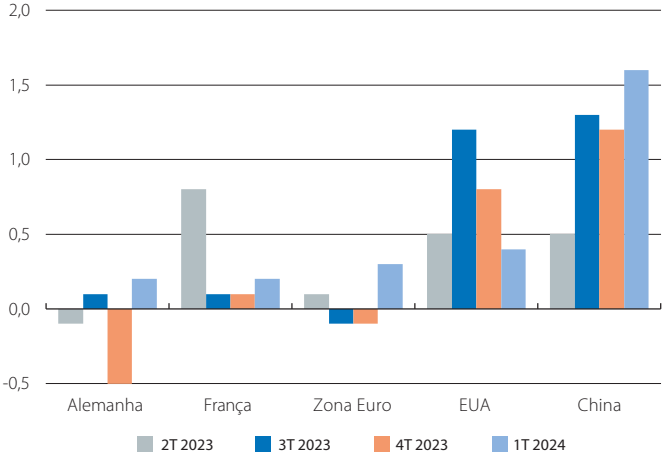
Índice GPR



Fonte: *BPI Research, com base nos dados de Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», AER, 112 (4), 1194-225 (descarregado de https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm, em 30/04/2024).*

Global: PIB

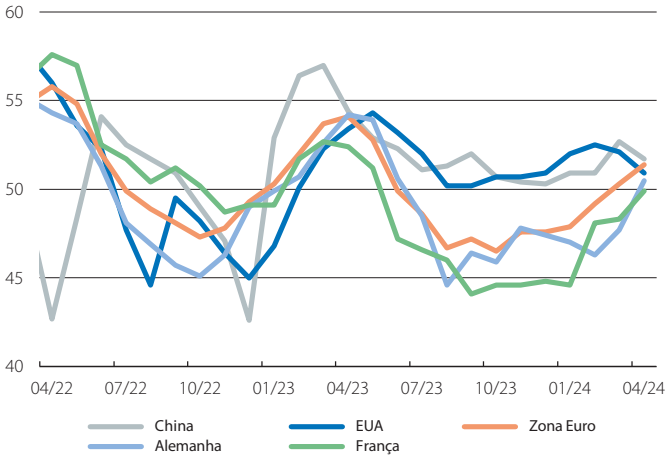
Variação em termos trimestrais (%)



Fonte: *BPI Research, com base em dados do Eurostat, do Bureau of Economic Analysis e do National Bureau of Statistics of China, via Bloomberg e Refinitiv.*

Global: PMI composto

Índice



Fonte: *BPI Research, com base em dados da S&P Global e do Gabinete Nacional de Estatística da China, via Bloomberg.*

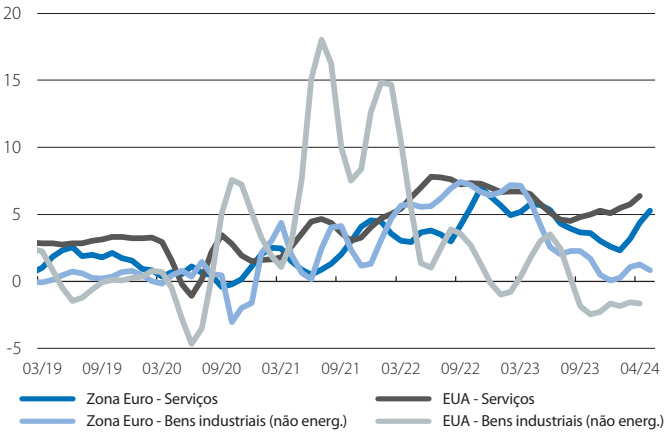
nas. O aumento do deflator do PIB (de +2,0% para 3,1% em termos homólogos) e da inflação subjacente dos preços no consumidor (de 1,6% para 3,7%) contribuiu para adiar as expetativas de redução das taxas de juro, tanto nos mercados financeiros como na comunicação da própria Fed (para mais pormenores, ver conjuntura dos Mercados financeiros). Isto cria um novo elemento de divergência entre as economias dos EUA e da Europa, onde aumentou a confiança de que o BCE começará a reduzir as taxas já em junho. A inflação global na Zona Euro situou-se em 2,4% em abril, enquanto a inflação subjacente caiu para 2,7% e atingiu o mínimo desde fevereiro de 2022. De salientar a desaceleração dos serviços para 3,7% e a moderação sustentada da inflação dos produtos industriais. Além disso, num contexto de incerteza acrescida, o BCE sublinhou na sua última reunião a sua estratégia de se basear nos dados e não na Fed.

Sinais contraditórios no 2T sugerem voos a baixa altitude. Embora o consumo tenha continuado a mostrar força no 1T nos EUA, o declínio em abril do índice composto do clima empresarial PMI para 50,9 (*vs.* 52,1 anteriormente), que se situa agora ligeiramente acima do limiar de 50 que aponta para uma expansão da produção, indica que a atividade poderá perder algum ímpeto no 2T. Na Zona Euro, o PMI composto voltou a subir mais de 1 ponto em abril, para 51,7 (*vs.* 50,3 anteriormente). O maior dinamismo é explicado principalmente pela reativação do sector dos serviços (53,3 pontos *vs.* 51,5 anteriormente), enquanto o sector industrial ainda não recuperou da crise que começou após o início da guerra na Ucrânia (45,7 pontos *vs.* 46,1 anteriormente). O índice Ifo de sentimento empresarial da Alemanha também subiu 1,5 pontos em abril, para 89,4, o terceiro aumento consecutivo, mas ainda muito abaixo do limiar de 100, que indica um crescimento próximo da sua média de longo prazo. Em contrapartida, o indicador do sentimento económico ESI diminuiu ligeiramente na Zona Euro (95,6 pontos, *vs.* 96,2 anteriormente).

Primeiro trimestre melhor do que o previsto na China, mas espera-se um «Ano do Dragão» frágil. A economia chinesa surpreendeu pela positiva no 1T, com um crescimento trimestral de 1,6% (*vs.* 1,2% no 4T 2023), mas nem tudo foram boas notícias. A aceleração verificada no 1T do ano pode ser explicada sobretudo pelo impulso do investimento, enquanto o consumo continua a mostrar sinais de grande debilidade, o que demonstra uma fragmentação crescente entre o dinamismo da oferta e a fragilidade da procura. Alguns indicadores de atividade revelam uma perda de força nas vendas a retalho no início do ano, enquanto os PMI de abril mostram um abrandamento da atividade no início do 2T (o PMI composto oficial caiu de 52,7 em março para 51,7 em abril), especialmente concentrado no sector dos serviços, cujo PMI oficial caiu mais de 2 pontos (de 52,4 para 50,3). É provável que o abrandamento da economia chinesa se torne mais visível nos próximos meses, à medida que a política orçamental for perdendo força, num contexto de confiança persistentemente baixa dos consumidores chineses e de problemas de sobrecapacidade industrial. Um excesso de capacidade que a Secretária do Tesouro dos EUA, Janet Yellen, criticou após a sua última visita à China e que sublinha que a geopolítica continuará também a desempenhar um papel central nestas latitudes.

EUA e Zona Euro: momentum *da inflação*

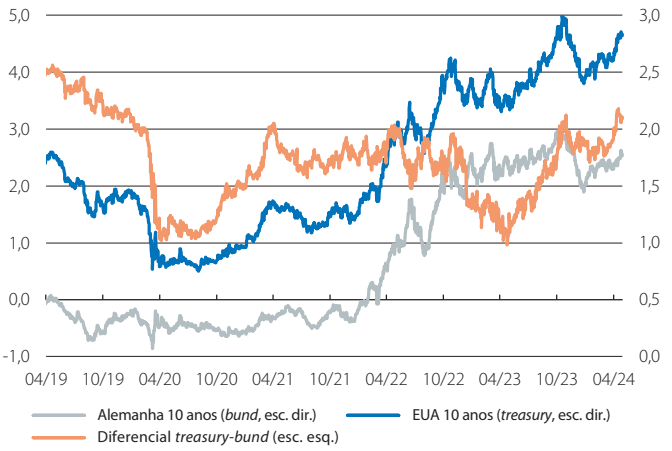
(%)



Notas: *A inflação subjacente exclui a energia e os produtos alimentares do índice de preços. O momentum da inflação é calculado como a variação anualizada da média de três meses do IPC corrigido de sazonalidade em relação aos três meses anteriores.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do BCE e do Bureau of Labor Statistics.*

EUA e Zona Euro: taxas de rendibilidade das obrigações soberanas

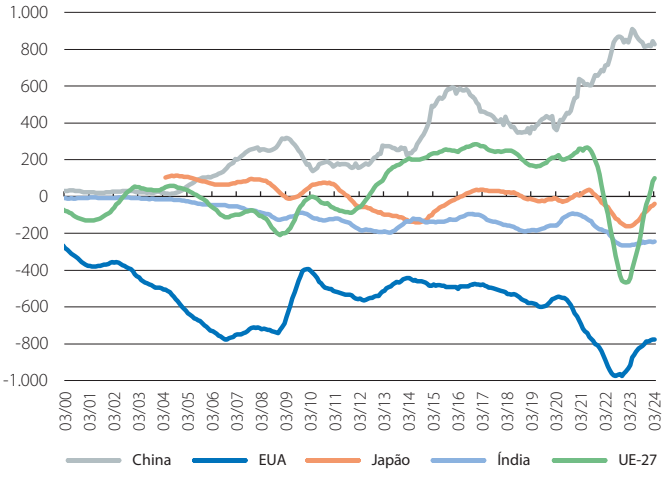
(%) *(%)*



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

Global: balança comercial de bens por país

(Milhares de milhões de dólares)



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

Quem tem uma casa, tem um tesouro

O BCE iniciou a publicação de uma estatística experimental[1] que permite uma análise alargada da forma como a riqueza está distribuída na Zona Euro, fornecendo, pela primeira vez, dados desagregados por diferentes escalões de património. A informação é, de facto, discriminada para cada um dos 6, 7, 8, 9 e 10 decis do património líquido e para os 50% mais baixos (*bottom* 50%).[2] Neste artigo, mostraremos uma comparação entre os principais países para ver se existem diferenças significativas na forma como o património das famílias está distribuído, não só entre países, mas também entre os diferentes escalões da distribuição. Para o efeito, analisaremos a forma como o património e as suas principais componentes evoluíram desde o início da pandemia (4T 2019) até aos últimos dados disponíveis (3T 2023).

Distribuição do património na Zona Euro

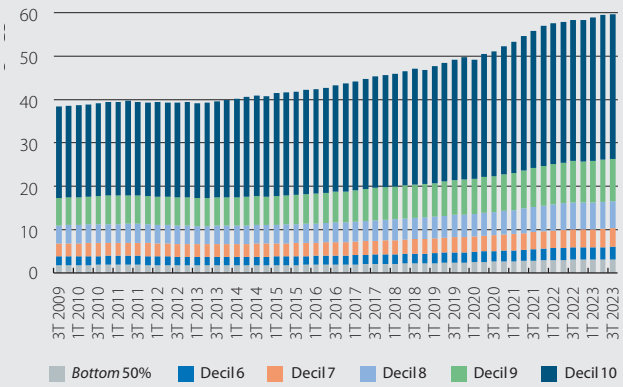
O património líquido[3] dos agregados familiares da Zona Euro aumentou, desde a pandemia (4T 2019), quase 20%, graças, sobretudo, ao aumento do património líquido em habitação[4] (quase 24%), num contexto de notável revalorização deste ativo real (até ao 3T 2023 o preço subiu mais de 18%). No contexto atual de valorização imobiliária, a importância da habitação como veículo de geração de riqueza explica o facto de os proprietários terem visto o seu património aumentar 21%, em comparação com um aumento de 12% entre a população que vive em casas arrendadas.

Os depósitos, por sua vez, continuam a ser atrativos (representam quase 15% do património líquido total) e cresceram quase 16% desde o quarto trimestre de 2019. No entanto, verifica-se uma moderação notável na sua taxa de crescimento anual a partir de meados de 2022: no 3T 2023 cresceu apenas 0,3%, em comparação com uma taxa média de 3,4% nos cinco anos anteriores à pandemia. O ritmo mais lento de acumulação de depósitos ocorre apesar da remuneração mais elevada oferecida por este tipo de produto. Com efeito, durante o período de setembro de 2015 a junho de 2022, os depósitos ofereceram, em média, na Zona Euro, o rendimento nominal mais baixo da sua história (abaixo de 1,0%), enquanto desde o Verão de 2022, e coincidindo com a fase de subida das taxas do BCE, os rendimentos dos depósitos aumentaram para níveis não vistos desde 2011.

1. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240108~ae6f7ef287.en.html.
2. Os decis dividem a série de património líquido ordenada do menor para o maior em 10 partes iguais e permitem diferenciar a população pelo seu nível de património líquido. Os decis mais baixos são, portanto, a população com menor riqueza e o decil 10 a população com maior riqueza.
3. Por património líquido das famílias entende-se a diferença entre o valor dos seus ativos (depósitos, títulos de dívida, ações cotadas, ações não cotadas e outras participações, ações de fundos de investimento, seguros de vida, bens imóveis e ativos não financeiros utilizados para fins de produção) menos os seus passivos (empréstimos hipotecários e não hipotecários).
4. Património habitacional líquido de crédito hipotecário

*Zona Euro: variação do património líquido do agregado familiar **

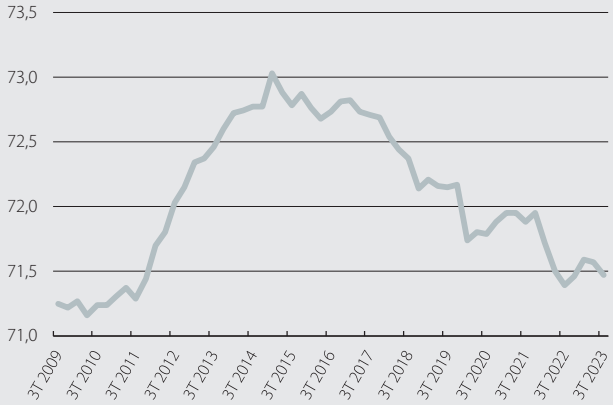
(Biliões de euros)



Nota: ** Património líquido financeiro e não financeiro.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do BCE.*

Zona Euro: índice de Gini

(0 = igualdade perfeita; 100 = máxima desigualdade)



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

A habitação como «democratizador» da criação de património

Os dados mostram que a habitação (líquida de hipotecas) representa quase 57% do património líquido total das famílias da Zona Euro. Para além disso, é a maior componente de património em todos os escalões (entre 58% e 73%), exceto para as famílias do escalão de riqueza mais elevado, onde representa 47% do seu património líquido total. A generalização da aquisição de casa própria nos últimos anos levou a um aumento generalizado do património líquido.[5] De facto, a riqueza líquida da população na metade inferior da distribuição da riqueza (*bottom* 50%) aumentou 28%, em comparação com um aumento de menos de 19% entre a

5. A distribuição da riqueza por decis para a população agregada é fornecida pelo BCE, mas não para o grupo de proprietários ou de pessoas que vivem em alojamentos arrendados. Contudo, como já salientámos, os dados mostram que o aumento da riqueza dos proprietários de casas foi muito superior ao da população arrendatária.

população mais rica. Isto contribuiu para uma modesta redução da desigualdade de património dentro do bloco, que, no entanto, continua a ser elevada: o índice de Gini baixou de 72,2% antes da pandemia para 71,5% no 3T 2023.

Depósitos para os menos ricos e produtos de poupança mais sofisticados para os mais ricos

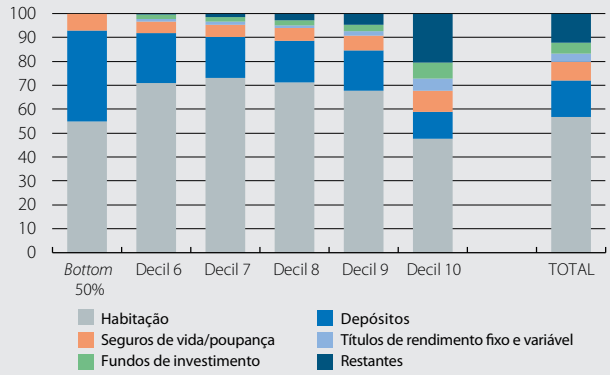
Os depósitos representam mais de 15% do total do património líquido da Zona Euro, embora o seu comportamento seja claramente diferenciado por escalão: entre os agregados familiares de menor património, os depósitos representam mais de 40% do seu património, enquanto que para a população de património médio e médio-alto representa entre 17% e 20%; caindo para 11% no caso dos mais ricos. Em contrapartida, os seguros de vida/poupança[6] representam cerca de 8,0% do património na Zona Euro, aumentando para 9,7% do património das famílias no *bottom* 50% mais pobres e para 9,0% nos escalões de património mais elevados. Mostra também que a preferência por instrumentos de investimento financeiro mais sofisticados (como ações cotadas e/ou fundos de investimento) representa quase 20% da riqueza total na Zona Euro, embora estes valores só sejam significativos na composição da riqueza dos 10% mais ricos da população.

Conclusão

Segundo os dados, a desigualdade de património na Zona Euro diminuiu ligeiramente nos últimos anos, graças ao aumento substancial do valor da habitação, um ativo que pesa particularmente nas famílias da metade inferior da distribuição. Existe também uma notável heterogeneidade na composição da riqueza das famílias. Para a metade menos rica da distribuição, este património é constituído por habitação e ativos de baixo risco (depósitos e seguros de vida/poupança), enquanto a estrutura do património das famílias mais ricas inclui uma proporção muito mais elevada de instrumentos financeiros mais sofisticados. Esta heterogeneidade evidente entre as famílias pode afetar a transmissão da política monetária, como foi demonstrado em vários estudos. Assim, há que começar a considerar que o funcionamento e a eficácia das medidas de política monetária dependem da distribuição e da estrutura da riqueza, como alguns membros do BCE já reconheceram há algum tempo.[7]

Zona Euro: composição do património líquido por instrumento e escalão de património *

(% do património líquido total de cada escalão de património)



Nota: ** Dados do 3T 2023.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do BCE.*

6. Este tipo de modo de poupança é particularmente relevante na Alemanha e em França. Trata-se de uma forma de poupança em que o titular do seguro recebe as anuidades após a reforma; ou, se falecer antes da idade da reforma, o prémio do seguro é pago aos seus beneficiários.
7. Discurso proferido no jantar por Peter Praet, Membro da Comissão Executiva do BCE, Conference onHousehold Finance and Consumption, Frankfurt am Main, 17 de outubro de 2013.

Distribuição do património nas principais economias europeias

As tendências observadas nos dados agregados para a Zona Euro repetem-se, com diferenças mais ou menos significativas, entre os principais países da Zona Euro. A Espanha é o país onde o património líquido[1] mais aumentou desde a pandemia: entre o 4T 2019 e o 3T 2023 registou um aumento notável de 25%, seguido de perto pela Alemanha com 22%, França com 16% e, a uma maior distância, Itália com 6,0%. O comportamento desigual do património líquido em matéria de habitação explica esta evolução desigual do património total por país.[2] Assim, na Alemanha e em Espanha, o património líquido em matéria de habitação aumentou quase 25%, em França mais de 20% e, em Itália menos de 5,0%.

A habitação reafirma-se, assim, como a principal fonte de riqueza das famílias, e o seu peso no património total tem vindo a aumentar desde o início da pandemia em todos os países, com exceção de Itália, onde se manteve bastante estável nos últimos três anos, em torno dos 48,4% no 3T 2023 (50,5% no 4T 2019). Enquanto isso, em Espanha, o peso da habitação na riqueza líquida total ascendia a 64,2% no 3T 2023 (61,8% pré-pandemia), em França a 55,5% (*vs.* 53,5%) e na Alemanha a 52,1% (*vs.* 51,0%).

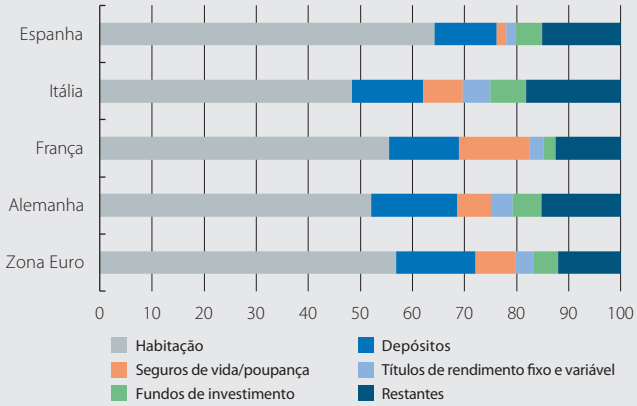
Muito do comportamento demonstrado pelo património imobiliário é explicado pelo aumento dos preços da habitação desde o início da pandemia em toda a região. Especificamente no caso da Alemanha, os preços no 2T 2022 eram 25% mais elevados do que antes da pandemia, o maior aumento dos preços da habitação entre as quatro principais economias no período analisado. Não obstante, os aumentos dos preços da habitação na Alemanha revelaram uma correção acentuada desde o seu pico e, no 4T 2023, já só estão 10% acima do seu nível pré-pandémico. Nos restantes países, a correção dos preços desde o pico em França é muito modesta, em Itália mantiveram-se bastante estáveis e em Espanha não só não houve correção, como a valorização dos imóveis registou um novo impulso desde o 4T 2022, pelo que no final de 2023 o preço da habitação em Espanha é o que acumula o maior crescimento desde a pandemia dentro das grandes economias (19%).

No que diz respeito aos depósitos, estes confirmam-se como a segunda fonte de riqueza das famílias, embora no 3T 2023 tenham reduzido modestamente o seu peso na riqueza líquida total em comparação com o que representavam no 4T 2019 em Espanha (12,0% *vs.* 12,9%) e, mais acentuadamente, na Alemanha (16,4% *vs.* 17,6%); em Itália, o seu peso na riqueza líquida total manteve-se praticamente inalterado (13,7%) e, em França, até aumentou modestamente (13,3% *vs.*12,4%).

É de salientar a importância do seguro de vida/poupança como veículo de investimento em França, na Alemanha e em Itália,[3] enquanto em Espanha o seu peso é menos relevante. No entanto, desde a pandemia, o seu peso no património líquido total tem vindo a diminuir, especialmente em França (13,5% *vs.*17,2%) e na Alemanha (6,6% *vs.* 8,6%). Outras alternativas de investimento um pouco mais elaboradas, como as ações e os fundos de investimento,

*Comparação entre países: composição do património por instrumento **

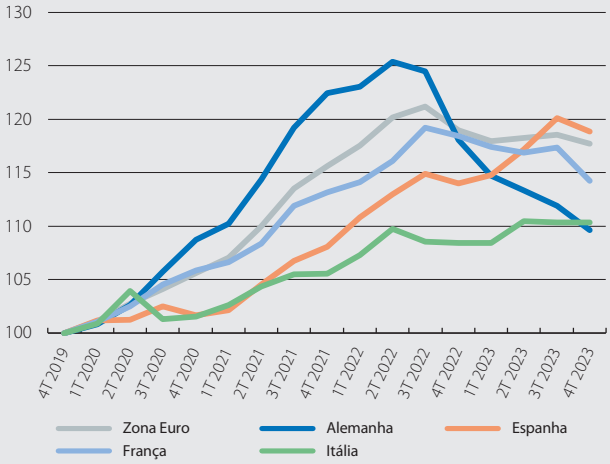
(% do património líquido total)



Nota: ** Dados do 3T 2023.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do BCE.*

Preço da habitação

Índice (100 = 4T 2019)



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.*

1. Por património líquido das famílias entende-se a diferença entre o valor dos seus ativos (depósitos, títulos de dívida, ações cotadas, ações não cotadas e outras participações, ações de fundos de investimento, seguros de vida, bens imóveis e ativos não financeiros utilizados para fins de produção) menos os seus passivos (empréstimos hipotecários e não hipotecários).
2. Património imobiliário líquido de créditos à habitação.
3. O seguro de vida não se limita, em França e na Alemanha, a cobrir uma eventualidade em caso de morte do segurado: quando o segurado atinge a idade da reforma, pode aceder ao dinheiro acumulado. Trata-se de regimes de poupança semelhantes aos planos de pensão em Espanha. No caso espanhol, o seguro de vida é um instrumento financeiro que dá dinheiro aos herdeiros do segurado após a sua morte.

mantiveram uma percentagem relativamente estável do património total ao longo do período em análise, mas, como já se viu nos dados agregados para a Zona Euro, só são relevantes para as famílias pertencentes aos 10%-20% mais ricos da população.

Habitação própria ou não... eis a questão

Dados agregados mostram que, de um modo geral, a habitação tem sido um fator determinante no aumento da riqueza nos últimos anos. Todavia, quando descemos ao nível da classificação das famílias por escalão de riqueza, observamos um comportamento bastante diferenciado por país. O caso da Alemanha é particularmente notório. Na Alemanha, de facto, apenas 47% das famílias têm casa própria (contra quase 70% da média europeia), percentagem que desce para 26% nos escalões de rendimento mais baixos (50% da média europeia). Esta situação condiciona o padrão de distribuição da riqueza na Alemanha: o património imobiliário da metade inferior da população (*bottom* 50%) representa apenas 20% do seu património total, ao passo que o dos escalões médio e médio-alto ultrapassa os 60%; e um pouco menos de 47% para os mais ricos.

O peso da habitação no património da metade menos rica da população contrasta marcadamente com o do resto das grandes economias, onde a habitação representa mais de metade da riqueza dos escalões de riqueza mais baixos: 54% em França, 75% em Itália e quase 80% em Espanha. Os depósitos representam mais de dois terços do património da metade inferior das famílias na Alemanha, contra 45% em França e pouco mais de 20% em Itália e Espanha.

A composição da riqueza explica, provavelmente, o facto de os menos ricos na Alemanha ficarem atrás dos seus homólogos nos outros países. O património de uma família pertencente a metade da população é de cerca de 18.360 euros no 3T 2023. Este número contrasta com os 45.320 euros observados em França, 58.800 em Itália ou 75.000 em Espanha.

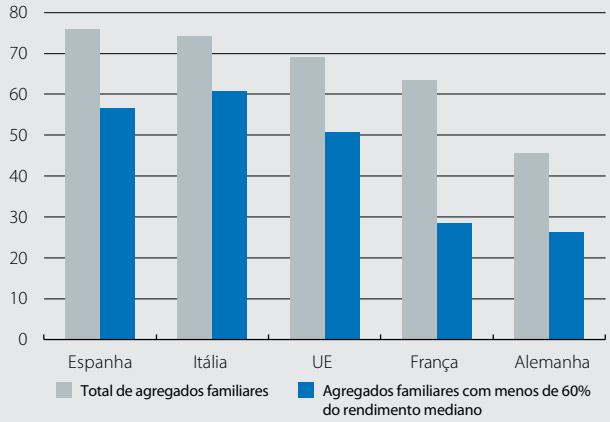
Através destes dados, é possível compreender por que razão, na Alemanha, a desigualdade na distribuição da riqueza, medida pelo índice de Gini, é a mais elevada entre os países aqui analisados, apesar dos progressos significativos registados desde 2014, e o único em que se acentuou desde o início da pandemia. A Espanha, por seu lado, destaca-se como a economia das quatro grandes economias onde a desigualdade é menor e onde se registaram os maiores progressos desde a pandemia (ver último gráfico).

Conclusões

Os dados revelam diferenças significativas nos padrões de riqueza das famílias dos quatro grandes países da UE. Destaca-se, portanto, o baixo peso da habitação no património líquido total das famílias menos ricas na Alemanha, enquanto no resto dos países é o principal veículo de riqueza para este grupo. A constatação de que as famílias

Agregados familiares com casa própria em 2022

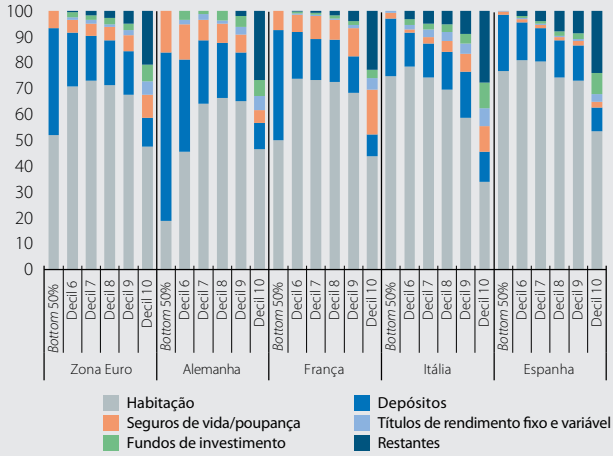
(% de agregados familiares)



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.*

Comparação da distribuição do património por instrumento *

(% do património total em cada percentil de património)



Nota: ** Dados do 3T 2023.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do BCE.*

menos ricas têm uma elevada concentração do seu património em ativos de baixo risco (depósitos e seguros de vida/poupança) é mais homogénea em todos os países, embora na Alemanha estes instrumentos tenham uma posição mais hegemónica para esta faixa de riqueza. Esta estrutura de património pode ajudar a explicar por que razão a desigualdade na Alemanha é a mais elevada entre as grandes economias. Os dados revelam a heterogeneidade das famílias europeias em termos de composição da riqueza, o que condicionará a sua resposta a vários choques económicos.[4]

4. Discurso proferido durante o jantar por Peter Praet, membro da Comissão Executiva do BCE, ECB Conference on Household Finance and Consumption, Frankfurt am Main, 17 de outubro de 2013.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Atividade									
PIB real	1,9	2,5	2,4	2,9	3,1	3,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,2	4,3	4,6	5,0	3,3	3,0	5,3	...
Confiança do consumidor *(valor)*	104,5	105,4	105,4	109,0	102,7	106,3	104,8	103,1	97,0
Produção industrial	3,4	0,2	0,0	–0,1	0,1	–0,3	–0,3	0,0	...
Índice atividade industrial (ISM) *(valor)*	53,5	47,1	46,7	47,6	46,9	49,1	47,8	50,3	49,2
Habitações iniciadas *(milhares)*	1.551	1.423	1.450	1.371	1.485	1.415	1.549	1.321	...
Case-Shiller preço habitação usada *(valor)*	307	312	308	316	321	...	324	...	...
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8	3,9
Taxa de emprego *(% pop. > 16 anos)*	60,0	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,3	60,2
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–3,8	–3,1	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,8	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	4,0	3,5	3,2	3,2	3,2	3,5	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	5,2	4,4	4,0	3,8	3,8	3,8	...

JAPÃO

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Atividade									
PIB real	1,0	1,9	2,3	1,6	1,2	...	–	–	–
Confiança do consumidor *(valor)*	32,2	35,2	35,7	36,2	36,5	38,9	39,0	39,5	38,3
Produção industrial	0,0	–1,4	0,9	–3,6	–0,9	–4,5	–6,8	–3,6	...
Índice atividade empresarial (Tankan) *(valor)*	9,5	7,0	5,0	9,0	13,0	11,0	–	–	–
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–2,1	–3,0	–3,6	–2,7	–1,8	...	–1,2	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	3,4	3,1	2,9	2,5	2,8	2,7	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	4,2	4,3	3,9	3,2	3,2	2,9	...

CHINA

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	6,3	4,9	5,2	5,3	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	10,7	4,2	8,3	4,7	5,5	3,1	...
Produção industrial	3,4	4,6	4,5	4,2	6,0	5,8	7,0	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,0	49,7	49,3	49,7	49,1	50,8	50,4
Setor exterior									
Balança comercial[1,2]	899	866	947	901	866	842	877,2	845,6	...
Exportações	7,1	–5,1	–5,4	–10,8	–3,3	–1,7	2,9	–11,4	...
Importações	0,7	–5,5	–7,0	–8,5	0,8	1,5	–8,1	–1,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	0,1	–0,1	–0,3	0,0	0,7	0,1	...
Taxa de juro de referência[3]	3,65	3,45	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Vendas a retalho *(variação homóloga)*	1,2	–2,1	–2,2	–2,3	–0,8	...	–0,7	...	...
Produção industrial *(variação homóloga)*	2,1	–2,1	–0,8	–4,7	–3,7	...	–6,4	...	...
Confiança do consumidor	–21,9	–17,4	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–15,5	–14,9	–14,7
Sentimento económico	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	95,4	96,2	95,6
PMI indústrias	52,1	51,2	44,7	43,2	43,6	43,9	46,5	46,1	45,7
PMI serviços	52,1	52,1	54,4	49,2	48,4	48,4	50,2	51,5	53,3
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) *(variação homóloga)*	2,3	1,4	1,4	1,4	1,2	...	–	–	–
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	6,8	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	...
Alemanha *(% pop ativa)*	3,1	3,0	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	...
França *(% pop. ativa)*	7,3	7,3	7,4	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	...
Itália *(% pop. ativa)*	8,1	7,7	7,7	7,6	7,5	7,3	7,4	7,2	...
PIB real *(variação homóloga)*	3,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,4	–	–	–
Alemanha *(variação homóloga)*	1,9	0,0	0,2	–0,1	–0,2	–0,2	–	–	–
França *(variação homóloga)*	2,6	0,9	1,1	0,7	0,8	1,1	–	–	–
Itália *(variação homóloga)*	4,2	1,0	0,6	0,6	0,7	0,6	–	–	–

Preços

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Inflação geral	8,4	5,5	6,2	5,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,4
Inflação núcleo	3,9	5,0	5,5	5,1	3,7	3,1	3,1	3,0	2,7

Setor externo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Balança corrente	–0,7	4,1	0,2	1,8	4,1	...	10,1	...	...
Alemanha	4,3	12,1	4,8	7,8	12,1	...	26,0	...	...
França	–2,0	–1,5	–1,8	–1,8	–1,5	...	–2,7	...	...
Itália	–1,6	1,0	–1,1	0,1	1,0	...	3,8	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal[1] *(valor)*	**90,9**	**94,7**	**94,6**	**95,9**	**95,1**	**95,2**	**94,9**	**95,5**	**95,1**

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras [2]	6,7	2,7	4,0	1,1	0,1	0,3	0,3	0,4	...
Crédito às famílias[2,3]	4,4	1,7	2,1	1,1	0,5	0,2	0,3	0,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras[4] *(%)*	1,8	4,6	4,5	5,0	5,2	5,1	5,1	5,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação[5] *(%)*	2,0	4,4	4,3	4,7	4,9	4,8	4,8	4,8	...
Depósitos									
Depósitos à vista	6,3	–8,5	–8,1	–11,3	–10,7	–8,8	–8,9	–7,6	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	22,5	23,2	21,0	18,5	18,8	16,9	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,4	22,0	20,4	19,9	19,7	17,5	19,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias *(%)*	0,5	2,7	2,5	3,0	3,3	3,2	3,2	3,2	...

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.*

2024 inicia mais pujante do que o esperado

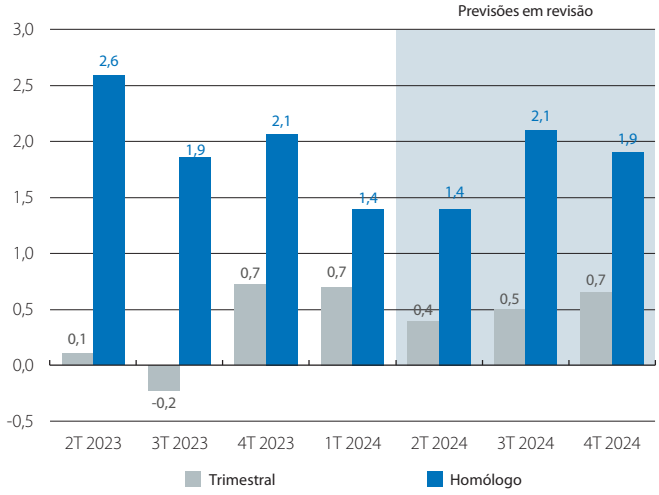
Primeira estimativa para o crescimento no 1T coloca riscos em alta na previsão do BPI Research no conjunto do ano. De acordo com o INE, o PIB no 1T 2024 cresceu 0,7% em cadeia, excedendo a nossa estimativa de um crescimento trimestral de 0,4%, o que coloca riscos de revisão em alta ligeira da previsão para o conjunto do ano, atualmente em 1,6%. Continuamos a considerar que, no conjunto do ano, a trajetória será de menos para mais, beneficiando do processo de desinflação e provável início de retirada de algum grau de restritividade ao nível da política monetária do BCE, com impacto tanto nos agentes económicos internos como nos nossos principais parceiros comerciais. Pese embora esta expetativa, é possível que, à semelhança do observado nos anos passados, a trajetória do crescimento trimestral revele alguma volatilidade. Ao nível de indicadores publicados, estes sugerem que o melhor desempenho do que o esperado reflete maior pujança do consumo privado e melhoria do sentimento económico. Do lado da oferta, é de salientar os sinais de recuperação da produção industrial, que em termos homólogos aumentou 1% em fevereiro.

Inflação retoma descida em abril. O IPC global cifrou-se em 2,2% (2,3% em março) e o IPC subjacente em 2,0% (2,5% em março). É uma descida muito ligeira e que reforça o caráter de arrastamento do processo desinflacionista. De facto, a redução da inflação foi muito ligeira e neste mês foi também dificultada pelo efeito de base nos produtos energéticos (tinha ocorrido uma redução significativa de preços em abril de 2023, mais concretamente, uma variação mensal de –3,2%). A notícia mais favorável do índice em abril decorre do retorno à trajetória de descida da inflação subjacente após a interrupção de março. Não obstante, a dinâmica mensal da inflação subjacente ainda foi mais forte do que a média dos últimos anos anteriores à pandemia o que poderá estar relacionado com a manutenção da força na inflação dos serviços. Olhando já para os próximos meses, não descartamos novamente subidas da inflação. De facto, é previsível que em maio também se façam sentir efeitos de base no índice de produtos alimentares não transformados e da energia (em maio de 2023 recuaram mensalmente –2,35% e –1,77%, respetivamente).

Mercado imobiliário dá sinais de resistência. Com efeito, já são conhecidos alguns dados relativos ao primeiro trimestre, servindo de barómetro ao comportamento dos preços. Na avaliação bancária divulgada pelo INE observámos em março a subida mensal de valor mediano/m^2 mais significativa desde janeiro de 2023 (+1,28%, que corresponde a +20 eur/m^2, para 1580 euros). Face ao final do ano passado o valor mediano da avaliação bancária aumentou 2,9%. O índice de preços residenciais da Confidencial Imobiliário também sinaliza aumentos: apesar de variações mensais mais contidas o índice evoluiu +2,2% relativamente ao fecho de 2023. As expetativas de vendas e de preços a 3 meses, divulgados por esta mesma entidade, também têm vindo a recuperar nos primeiros meses de 2024. A estes comportamentos não será alheio o facto das taxas dos novos empréstimos para habitação descerem há já cinco meses, e antecipar-se como provável um corte de taxas oficiais pelo BCE em meados deste ano. Tudo pesa-

PIB real

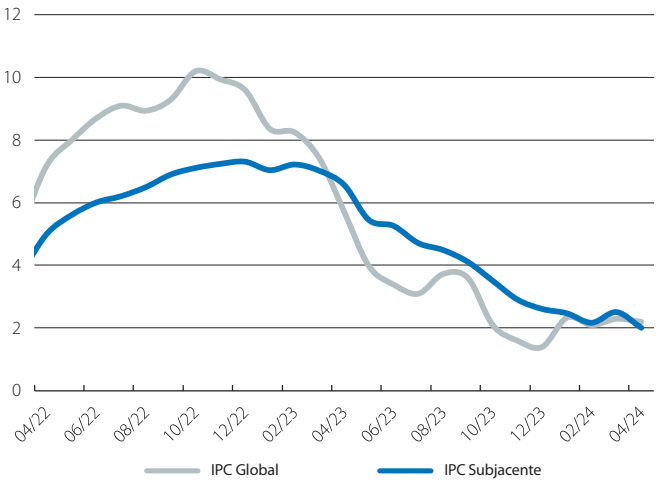
Variação (%)



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

IPC

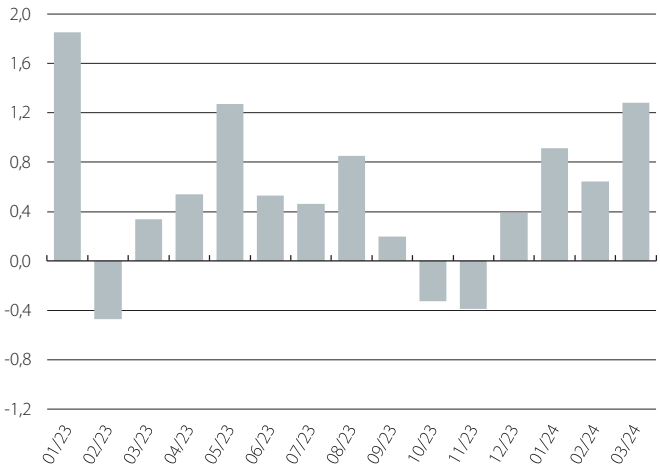
Var. homóloga (%)



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

Avaliação bancária da habitação (mediana; eur/m^2)

Var. mensal (%)



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

do, os preços deverão evoluir neste primeiro trimestre mais favoravelmente do que antecipávamos (+0,5% trimestralmente), o que poderá levar à revisão em alta da nossa previsão para o crescimento médio dos preços das casas em 2024 (atualmente 3,5%).

Sem surpresas no mercado de trabalho: um bom sinal. O emprego continua a evoluir de forma positiva em termos homólogos, mantendo ritmos de crescimento perto dos 2% observados no conjunto do ano passado. Por sua vez, a taxa de desemprego estabilizou nos 6,5% em março, pelo quinto mês consecutivo, e continua a comparar favoravelmente com o mês homólogo e com o histórico (por exemplo, a taxa de desemprego média registada nos meses de março dos 5 anos pré-pandemia foi de 8,6%). A reforçar estes dados, o desemprego registado nos centros de emprego caiu em cadeia pelo segundo mês consecutivo em março, o que, apesar do aumento homólogo de 6%, constitui uma reviravolta positiva e que pode ser um bom sinal para os próximos meses, com a aproximação da época do Verão. Em sentido negativo continuam as ofertas de emprego, que apesar de terem recuperado em cadeia nos primeiros três meses do ano, continuam em níveis muito baixos quando comparado com o histórico mais recente (por exemplo, em março, ficaram 31% abaixo do registado nos meses de março dos 5 anos pré-COVID). De igual modo, o número de pessoas em *layoff* continua perto de máximos, ainda que continue a representar uma parcela muito residual da população empregada. Neste contexto, e perante o aumento mais expressivo do emprego e da população ativa no 1T face ao que previámos, é possível que tenhamos de rever ligeiramente em alta a nossa previsão para a taxa de desemprego este ano.

A estimativa para o comportamento do comércio internacional no 1T, indica que o défice comercial continua a encolher. A publicação da estimativa para as exportações e importações de bens no 1T, sugere que, em termos nominais, o défice comercial tenha melhorado cerca de 12% homólogo, situando-se próximo de 5,8 mil milhões de euros. A informação detalhada até fevereiro, indica que esta evolução está muito marcada pela correção observada nos preços dos bens energéticos, que se reflete numa contração significativas das importações de combustíveis. Do lado das exportações, o comportamento até fevereiro, indica contração apenas nas exportações de bens industriais, contudo, a divulgação do INE, de que no 1T as exportações de bens terão caído 4,2% homólogo, sugere a possibilidade de que outros tipos de bens tenham registados movimentos menos positivos no mês de março.

Bom primeiro trimestre no setor turístico. Nos três primeiros meses do ano contam-se 5,5 milhões de hóspedes e 13,4 milhões de dormidas nos estabelecimentos de alojamento turístico. Respetivamente, mais 7,7% e 7,1% face ao mesmo período de 2023. Em parte, este bom desempenho foi influenciado pela estrutura móvel do calendário, ou seja, pelo efeito do período de férias associado à Páscoa (este repartiu-se entre março e abril e em 2023 ocorreu apenas em abril). O crescimento foi mais forte por parte dos não residentes (+8,7% de dormidas) comparativamente aos residentes (+3,9% de dormidas). Entre os não residentes, os britânicos foram o principal mercado (16% das dormidas) mas os norte-americanos registaram nova subida significativa (+18% face ao 1T 2023). Os números estão sensivelmente em linha com o que esperamos para o setor este ano (+5% no número global de hóspedes), sendo de referir que já o ano passado os níveis pré-pandemia foram superados.

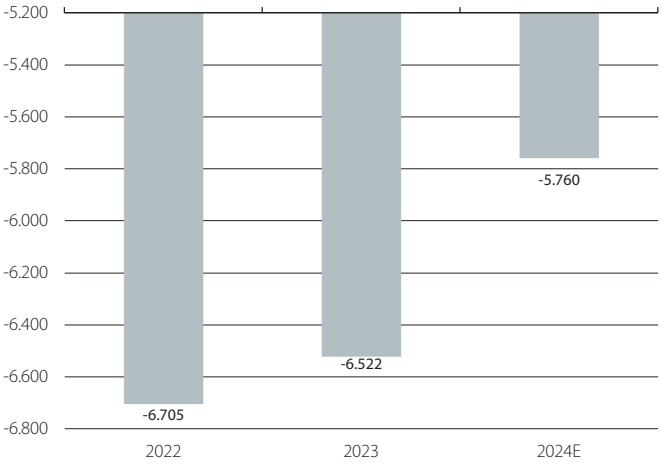
Indicadores mensais do mercado de trabalho

(Milhares de indivíduos, exceto quando indicado o contrário)	Média no mês de março dos 5 anos pré-pandemia	mar.-24	mar.-23
Emprego (INE)	4.592	5.014	4.918
Desemprego (INE)	430	347	361
Taxa desemprego (%)	8,6	6,5	6,8
Desemprego registado	423	325	306
Ofertas de emprego (milhares de ofertas)	17,6	12,1	16,6
Emprego registado na Seg. Social	3.417	4.145	4.055
Layoff (número de indivíduos)	1.179	10.827	4.402
Prestações subsídio desemprego	206	195	179
Despedimentos coletivos *	0,8	1,0	0,6

Nota: ** Os dados para os despedimentos coletivos dizem respeito ao acumulado no ano até fevereiro.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do INE, BdP, IEFP, DGERT e Segurança Social.*

Défice comercial no 1T

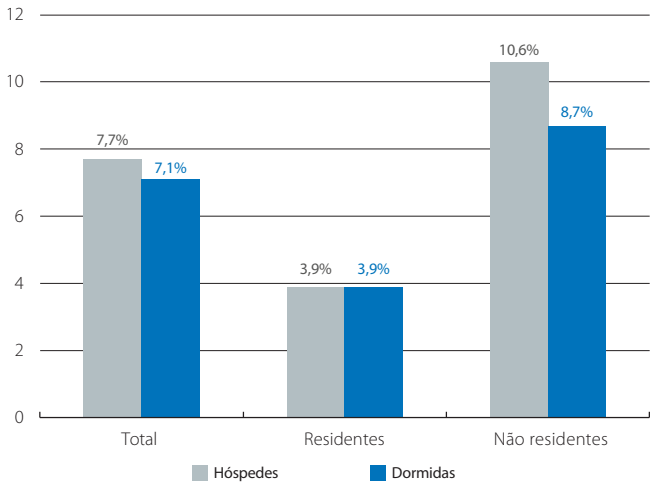
Milhões de euros



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

Hóspedes e dormidas

Variação 1T 2024 face 1T 2023 (%)



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

Aquisição de casas por estrangeiros em Lisboa: Quem? Onde? A que preço?

Em 2023 a região da Grande Lisboa representou 18% de todas as transações de casas que ocorreram no país. Quando falamos unicamente de compradores com domicílio fiscal fora de Portugal e da União Europeia, o peso das transações realizadas por estes na Grande Lisboa é de 23%. Além deste peso efetivo há um «peso relativo», que decorre do efeito de *spillover* que o aumento da procura e preços na Grande Lisboa tem para a região da Península de Setúbal ou do Oeste e Vale do Tejo, por exemplo.[1] Assim, consideramos pertinente sublinhar as principais características da procura por parte de estrangeiros em Lisboa,[2] que é o que tentaremos fazer neste artigo.[3]

Proveniência dos compradores

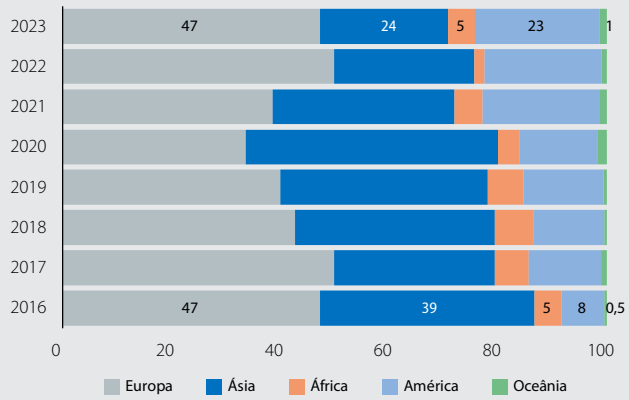
Começando por olhar numa ótica de regiões do globo, podemos observar uma tendência clara nos últimos anos: um aumento de representatividade dos compradores estrangeiros com origem no continente Americano. Com efeito, as compras por estrangeiros originários do continente americano representaram já 23% do total em 2023 (ver primeiro gráfico), contrastando com os 8% que registavam em 2016. Esta subida tem vindo a ser feita por contraponto com a perda de representatividade dos compradores asiáticos, em particular nos últimos anos, após o evento da pandemia. Acreditamos que este movimento não é alheio a fortes medidas sanitárias restritivas de vários estados dessa geografia, nomeadamente o chinês – as compras por chineses representam em 2023 33% de todas as compras de asiáticos, mas reduziram expressivamente o seu número nos últimos anos (apenas 106 compras em 2023, menos 62% do que a média registada entre 2016 e 2020). Os compradores europeus mantêm o estatuto de maior representatividade nas compras de casa por estrangeiros com 47% de todas as vendas.

As compras de casas por estrangeiros em Lisboa são feitas por pessoas de cerca de 40 nacionalidades diferentes. Uma análise com maior granularidade mostra que em 2023 foram lideradas pelos cidadãos dos EUA (15,2% do total), seguidos dos franceses (12,9%) e britânicos (8,7%). As dez principais nacionalidades representam perto de 70% dos negócios (segundo gráfico). Também neste segundo gráfico podemos confirmar a reconfiguração de pesos que tínhamos visto na análise por regiões: aumento extraordinário do peso dos EUA comparativamente ao

1. A propósito de evidências deste efeito de contágio ver o Capítulo 2 («Exuberância e contágio no mercado imobiliário português: uma perspetiva a partir de preços residenciais desagregados a nível local») do estudo patrocinado pela Fundação Francisco Manuel dos Santos «O mercado imobiliário em Portugal: Preços, rendas, turismo e acessibilidade» (abril de 2022).
2. Os dados consideram aquisições de habitação realizadas por compradores particulares no perímetro da Área de Reabilitação Urbana de Lisboa, a qual abrange 21 das 24 freguesias do concelho (excluem-se Santa Clara, Lumiar e Parque das Nações).
3. A análise tem por base os dados da Confidencial Imobiliário (SIR) cuja fonte são as comunicações para direitos de preferência, e permitem uma análise mais granular por nacionalidade e freguesia.

Aquisição de casas por estrangeiros em Lisboa

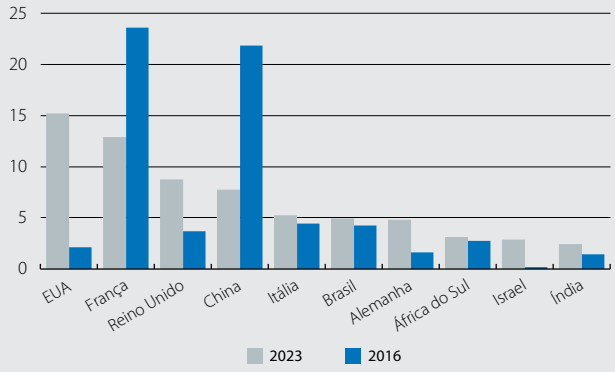
(% do total de transações; por continente)



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

Aquisição de casas por estrangeiros em Lisboa

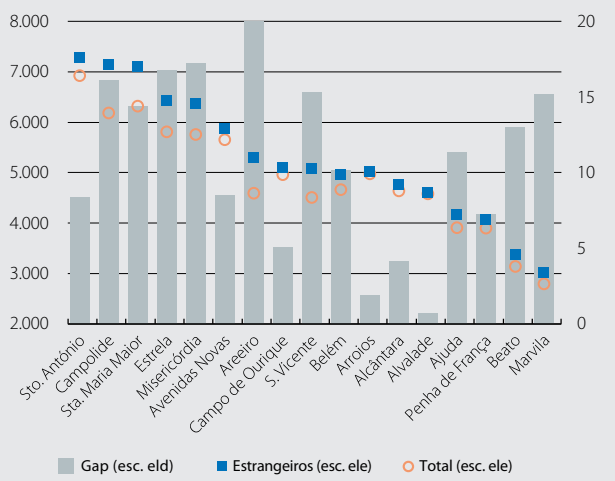
(% do total das transações; por nacionalidade)



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

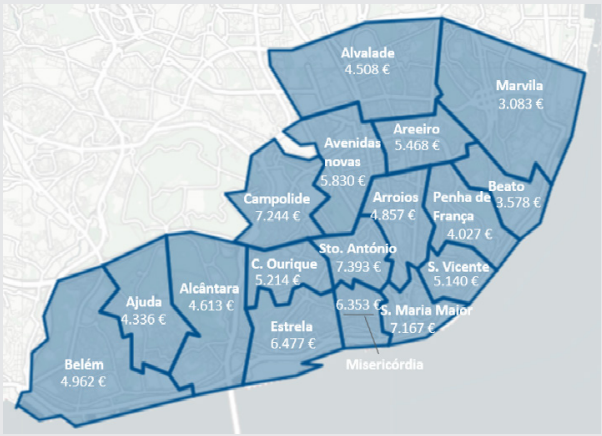
Preço das compras totais vs compras de estrangeiros (2023)

(Euros por m²) *(%)*



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

Preço médio das aquisições por estrangeiros (2023)
(eur/m²)



Localização	Nº de transações (2023)	% do total de transações	Preço/m² das aquisições por estrangeiros (eur)	Hierarquia de preço (1º = freguesia mais cara)
Sto. António	180	13,1%	7.393	1.º
Arroios	178	12,9%	4.857	11.º
Estrela	161	11,7%	6.477	4.º
Sta. Maria Maior	128	9,3%	7.167	3.º
Misericórdia	112	8,1%	6.353	5.º
S. Vicente	103	7,5%	5.140	9.º
Penha de França	102	7,4%	4.027	15.º
Campolide	88	6,4%	7.244	2.º
Avenidas Novas	80	5,8%	5.830	6.º
Alcântara	77	5,6%	4.613	12.º
Campo de Ourique	57	4,1%	5.214	8.º
Marvila	29	2,1%	3.083	17.º
Areeiro	27	2,0%	5.468	7.º
Ajuda	23	1,7%	4.336	14.º
Beato	14	1,0%	3.578	16.º
Alvalade	12	0,9%	4.508	13.º
Belém	**7**	**0,5%**	**4.962**	**10.º**

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

que acontecia em 2016 (de 2% para 15%) e redução da representatividade da China (de 22% para 7%). Mais América e menos Ásia. Além disso, em 2016 apenas duas nacionalidades (francesa e chinesa) eram responsáveis por quase 50% de todas as transações.

Localização e preços de compra

Mas em que localizações é que estes estrangeiros compram casa? A que preço? Compram imóveis mais caros que os portugueses? As imagens acima ajudam à panorâmica.

No ano passado a localização onde ocorreram mais compras de casas por estrangeiros (180) foi na freguesia de Sto. António. Paralelamente, esta é a freguesia onde o preço por metro quadrado destas aquisições foi mais elevado – falamos de um preço/m² de 7.393 euros e que se pode considerar segmento *premium*. Trata-se de uma localização bastante central na cidade e que abarca arruamentos reconhecidos como a Praça Marquês de Pombal, a Rua de S. Bento, a Av. Eng. Duarte Pacheco, Av. Fontes Pereira de Melo, e em particular, a Avenida da Liberdade, muito associada ao comércio de luxo. De seguida a freguesia de Arroios, onde se realizaram perto de 13% das compras (178), mas onde os preços são abaixo da média do global de aquisições por estrangeiros. As freguesias onde se praticaram preços mais baixos situam-se numa zona mais oriental da cidade: Beato e Marvila. É de destacar também a freguesia de Campolide, a segunda onde o preço/m² foi mais elevado, o que poderá estar relacionado com um conhecido empreendimento em específico, de segmento alto, e que é também um dos maiores projetos habitacionais da cidade nos últimos anos. Isto põe em evidência o cuidado com que estes números devem ser interpretados. Na verdade, além do óbvio (localizações mais centrais e associadas ao luxo), os preços relativos são influenciados por muitos fatores que são mais difíceis de aferir e interpretar – número de transações (por exemplo, um número muito baixo de transações, mas feitas a um valor muito alto pode colocar «mecanicamente» uma determinada freguesia no topo das mais dispendiosas), disponibilidade e tipologia da oferta, rácio de oferta entre novos e usados, etc.

Por nacionalidades mais representativas, os norte-americanos concentraram 35% das suas compras em duas das freguesias mais caras (Sto. António e Estrela), o mesmo acontecendo com os Franceses – 27% das aquisições foram nestas duas freguesias. A procura dos britânicos foi mais eclética no que diz respeito aos preços – 19% das transações ocorreram na Estrela, mas outros 15% numa freguesia com preços abaixo da média (Arroios). Já os chineses alocaram 32% das suas compras na terceira freguesia mais cara, Santa Maria Maior, que abrange as zonas históricas da Baixa, Chiado e Sé.

Por fim, importa tentar perceber se os estrangeiros compram os imóveis a um preço médio mais elevado. Num contexto de oferta escassa, aquisições por estrangeiros com maior capacidade financeira e a preços mais altos tendem a refletir-se em preços mais elevados nos restantes imóveis da localização (e localizações limítrofes). Tentamos explorar esta possibilidade (terceiro gráfico) comparando o *gap* preço/m² de aquisição de todos os negócios face aos negócios feitos por estrangeiros (mas o dado da totalidade das compras inclui estas últimas). Contudo é preciso referir novamente, como já fizemos antes neste artigo, que a forma como os preços são formados não é tão linear e precisaríamos de outros dados, variáveis de controlo e métodos mais sofisticados para ser peremptórios nesta conclusão. Ou seja, há evidências e literatura que advogam um *spillover* de Lisboa para concelhos limítrofes, sendo mais difícil de afirmar que isso acontece também intra ou inter-freguesias da cidade apenas com estes dados. Numa primeira impressão conclui-se que as aquisições por estrangeiros têm em todas as freguesias preço superior à média global das aquisições (*gap* positivo), havendo, no entanto, alguns destaques. O Areeiro é a localização onde a diferença entre preço de aquisição por estrangeiros é maior face à totalidade das aquisições (+20%). Por sua vez em Arroios e em Alvalade essa diferença de preços é muito residual.

Tiago Belejo Correia

A geração mais bem qualificada de sempre está a ser aproveitada?

Uma das alterações mais substanciais no país na última década prende-se com a evolução das qualificações da população empregada. De facto, olhando para a população empregada dos 25 aos 74 anos com menores níveis de qualificação, houve uma redução expressiva nos últimos 10 anos, passando de cerca de 56% para cerca de 37%, ainda assim, substancialmente acima do registado para o conjunto da Zona Euro (de cerca de 18%). Por sua vez, a percentagem de indivíduos com níveis de escolaridade mais elevados aumentou mais de 10 p.p., representando cerca de 33% da população empregada em 2023, e aproximando-se da média da área do euro (de 40%).

Este caminho traçado é explicado pelos mais novos, cuja percentagem de indivíduos que concluíram apenas o ensino básico se fixou em torno dos 16% em 2023, face a quase 60% no grupo etário dos 55 aos 74 anos. A conclusão é contrária se analisarmos os indivíduos com maior nível de escolaridade; neste ponto, mais de 40% dos indivíduos com 25-34 anos tem um nível de escolaridade equivalente ao ensino superior, uma percentagem que cai para ligeiramente acima dos 20% no grupo etário dos 55-74 anos. Isto também acontece no conjunto da área do euro, mas as diferenças não são tão assinaláveis como acontece em Portugal: por exemplo, a proporção de indivíduos mais velhos com apenas o ensino básico concluído em Portugal é cerca de 40 p.p. superior ao que acontece no grupo etário dos mais jovens, uma diferença que reduz para 12 p.p. no caso da Zona Euro.

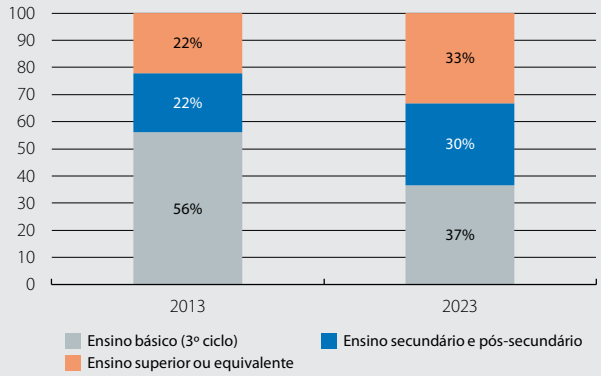
O esforço na crescente formação dos mais jovens é corroborado por outros indicadores. Um deles é a percentagem de jovens (15-29 anos) que não trabalham nem estudam, uma taxa que passou de cerca de 16% em 2013 (semelhante à da Zona Euro), para cerca de 9% em 2023 (ficando abaixo da média da área do euro). Outro indicador com um comportamento impressionante é a percentagem de jovens que abandonam a escola com apenas o ensino básico concluído.[1] A redução nos últimos 10 anos é expressiva: –13 p.p., a que correspondia 6% dos jovens em 2022, abaixo da média da área do euro (em torno dos 10%); mais concretamente, Portugal passou de ter uma percentagem 6 p. p. acima da Zona Euro, para ficar quase 4 p.p. abaixo no último ano para o qual existe informação (2022).

E em que é que isto se reflete no mercado de trabalho? O terceiro gráfico ajuda-nos a perceber que, nos últimos 10 anos, mais de 40% dos postos de trabalho foram criados em indústrias de média/alta tecnologia e serviços intensivos em conhecimento. Estes últimos têm especial prepon-

1. Percentagem de jovens entre os 18 e os 24 anos que concluiu, no máximo, o ensino básico (níveis 0 a 2 do ISCED 2011) e não recebeu qualquer educação ou formação nas quatro semanas anteriores ao inquérito.

População empregada por nível de escolaridade

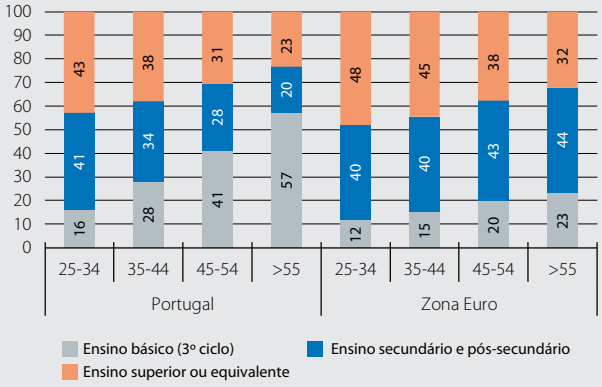
(%)



Nota: *População empregada dos 25 aos 74 anos, de acordo com o nível mais elevado de ensino concluído.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do Eurostat.*

População empregada por grupo etário e nível de escolaridade

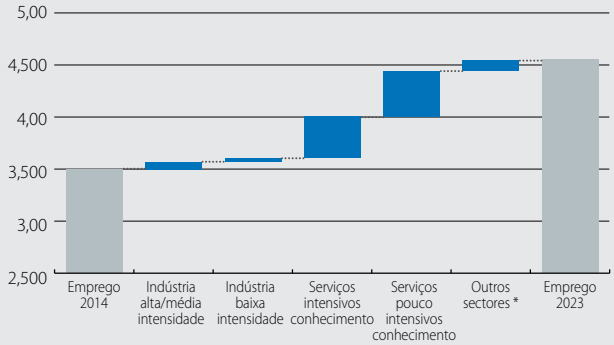
(%)



Nota: *População empregada dos 25 aos 74 anos, de acordo com o nível mais elevado de ensino concluído.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do Eurostat.*

Criação de emprego por conta de outrem na última década por intensidade tecnológica

(Milhões de indivíduos)



Nota: ** Inclui agricultura, indústria extrativa, utilities e construção.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do INE.*

derância, e explicam cerca de 30% do aumento do emprego na última década. Neste conjunto, encontram-se sectores como as atividades financeiras e seguros, atividades de saúde humana e veterinária, educação, TIC ou investigação.

No entanto, outra fatia muito relevante do número de empregos criados nestes últimos anos pertence aos serviços pouco intensivos em conhecimento,[2] também em torno dos 40%, o que parece um comportamento desalinhado perante a melhoria das qualificações da população empregada na última década. Isto pode ser um sinal de sobrequalificação. De facto, se analisarmos o comportamento das qualificações dos mais jovens, ou seja, dos mais qualificados, a sua trajetória ascendente é globalmente acompanhada pelo comportamento da taxa de sobrequalificação. É curioso verificar que mais de 22% dos jovens entre os 25 e os 34 anos com o ensino terciário concluído tinham qualificações que superavam o exigido pela atividade profissional que exerciam. Este é, claramente, o grupo etário onde a sobrequalificação é mais expressiva, reduzindo para cerca de 12% no grupo etário dos 35 aos 64 anos.

A literatura[3] aponta vários fatores explicativos para a sobrequalificação, desde o desajustamento entre as formações/cursos disponibilizados e as qualificações/competências exigidas pelo mercado de trabalho, o facto de haver indivíduos que aceitam trabalhos com menores exigências (por exemplo, para colmatar a falta de experiência profissional e conseguir entrar no mercado de trabalho pela primeira vez), a evolução tecnológica (porque as empresas não acompanham o ritmo acelerado da transição digital), ou porque a procura existente por indivíduos com determinadas competências é superior ao que as instituições de ensino conseguem formar.

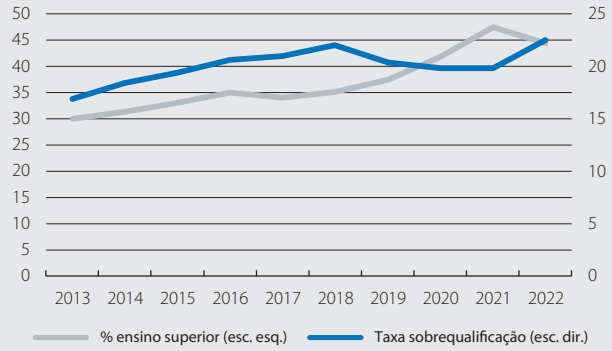
Adicionalmente, a sobrequalificação poderá estar relacionada com a própria economia. Neste ponto, destaca-se o facto de a melhoria das qualificações da população não ter sido acompanhada por uma alteração estrutural substancial da economia, com os sectores mais intensivos em tecnologia e conhecimento a não conseguirem ganhar relevância na economia portuguesa. De facto, o peso do VAB da indústria de média e alta tecnologia e dos serviços intensivos em conhecimento no total aumentou ligeiramente nos últimos 10 anos, representando cerca de 42% do VAB total, semelhante ao registado em 2013.[4]

Outro indicador que corrobora esta explicação é a proporção de produtos de elevada tecnologia nas exportações portuguesas: apesar da melhoria de quase 2 p.p. na última

2. Inclui sectores como o comércio, alojamento & restauração, atividades imobiliárias.
3. Para mais informações, ver o artigo CEDEFOP (2010) «The Skill Matching Challenge: Analysing Skill Mismatch and Policy Implications».
4. Esta análise é feita comparando os VABs em 2013 e em 2019, uma vez que não existe informação mais recente para o detalhe exigido para fazer este tipo de comparação.

Sobrequalificação dos jovens portugueses (25-34 anos)

(% dos indivíduos neste grupo etário) *(%)*



Nota: *A sobrequalificação mede a proporção de indivíduos empregados com nível de educação superior ou equivalente em profissões de baixo ou médio nível de qualificação.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do Eurostat.*

década, continua a representar uma proporção muito reduzida no total das exportações portuguesas, ligeiramente acima de 5%. Portugal é o terceiro país com a proporção mais reduzida no conjunto da UE, ficando à frente apenas da Grécia e Chipre, ambos com proporções semelhantes (nestes 10 anos, Portugal subiu apenas uma posição neste *ranking*).

Em suma, Portugal testemunhou um notável avanço na melhoria das qualificações da população empregada na última década, o que torna estes indivíduos mais preparados para enfrentar os desafios de uma nova era digital e em que «mudança» é a palavra de ordem no contexto mundial. No entanto, é preciso garantir que este acréscimo de qualificações se traduz em acréscimo de riqueza e bem-estar da população e isso só se alcança com mais produtividade. E, neste ponto, o desempenho de Portugal não é surpreendente: por exemplo, a produtividade laboral de Portugal em 2013 representava cerca de 80% da produtividade do conjunto da UE, uma percentagem que aumentou apenas 0,4 p.p. nestes últimos 10 anos.[5] Outro indicador que sustenta esta ideia é o PIB *per capita* em paridades do poder de compra, que, apesar de ter aumentado 54% nos últimos 10 anos (acima dos 45% da UE), não tirou Portugal do 10º lugar entre os países com o PIB *per capita* mais baixo do conjunto da UE, representando cerca de 83% do registado para a UE (face a 78% em 2013).[6]

Vânia Duarte

5. Portugal passou de representar a 10ª produtividade mais baixa, medida por este indicador, em 2013, para registar a 7ª mais baixa em 2023, ultrapassado, por exemplo, pela Roménia, que em 2013 tinha a 2ª produtividade mais baixa, equivalente a 56% da UE, e passou para a 10ª mais baixa em 2023, o equivalente a mais de 84% da UE.
6. A melhoria de cerca de 5 p. p. registada em Portugal nesta última década foi a 14ª mais elevada entre os países da UE, ainda assim aquém da melhoria registada pela larga maioria dos países do Leste europeu. A Polónia é exemplo disso: em 2013, o PIB *per capita* representava 67% do PIB *per capita* da UE, abaixo de Portugal, e em 2023 aumentou para 80%, muito perto dos 83% registados em Portugal.

Dívida das empresas portuguesas: abertura ao «Resto do Mundo»

Em artigos recentes[1] já demos uma panorâmica de diversos as petos que caracterizam as empresas portuguesas.[2] Nomeadamente, no que diz respeito ao investimento das SNF, aos setores com maior natalidade (e óbito) de empresas e em relação à divida. Em específico no que concerne a este último tópico, o da divida, mostrámos que os financiamentos obtidos têm perdido peso face ao Ativo e também que a divida das SNF em percentagem do PIB tem apresentado uma tendência consistente de descida. Neste artigo, pretendemos mergulhar um pouco mais fundo no tópico da divida, detalhando, por exemplo, setores financiadores e financiados, tipologia da divida e comparando com a realidade da zona euro.

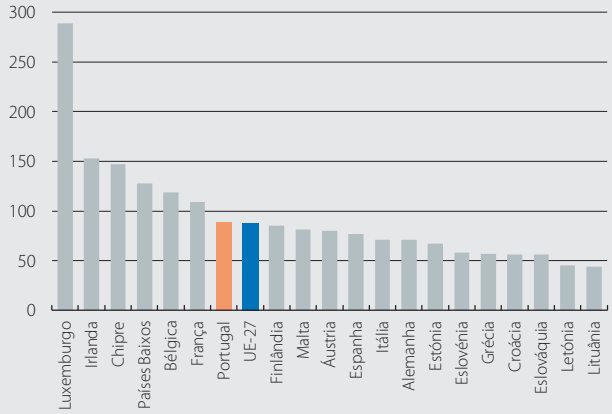
Dívida das SNF e Financiamento junto das Instituições de Crédito (IC)

Como já relevámos, a divida das SNF face ao PIB tem apresentado em Portugal uma tendência de declínio a partir de 2012. De facto, no final de 2022 a proporção da divida das SNF em percentagem do PIB em Portugal (88,5%) está praticamente em linha com a da UE (87,7%). Contudo, a divida das SNF nacionais é ainda a sétima mais elevada da zona euro, embora inferior à de países como a França (109,4%), Bélgica (118,5%) e Países Baixos (128,1%) como é visível no primeiro gráfico. Podemos também atestar este comportamento de desalavancagem quando olhamos para a divida contraída junto das IC nacionais (segundo gráfico). Em termos acumulados, o stock de crédito junto das IC nacionais entre 2017 e 2023 recuou (–8,2%) e as novas operações de crédito recuaram ainda mais (–15,5%). A tendência recente de redução de stock só foi interrompida nos anos da pandemia através do necessário apoio ao tecido empresarial que foi crucial nesse contexto, incluindo introdução de períodos de carência em financiamentos. Outra forma de perceber esta tendência é olhar em termos absolutos para os valores de novas operações de crédito de SNF. No período entre 2003 e a grande crise financeira de 2008 contrataram-se uma média de 60,4 mil milhões de euros por ano, já entre 2018 e 2023 essa média foi de apenas 22,4 mil milhões de euros/ano; uma ordem de grandeza quase três vezes inferior. Não obstante o recuo global do stock de crédito das SNF junto das IC nacionais entre 2017 e 2023 (–8,2%), este não se deu de forma transversal e ocorreu inclusivamente de forma bastante díspar entre setores de atividade (terceiro gráfico). De um lado, uma forte desalavancagem no setor da Construção e Indústrias Transformadoras (–49,5% e –33,3%) por contraponto às Atividades Imobiliárias e ao Comércio por Grosso (+38% e +49,8% respetivamente). Nas nossas análises acerca do tópico concluímos também que a tendência de recuo das novas operações de crédito é independente do andamento da atividade como um todo. De facto, a correlação entre as novas operações e o PIB[3] é fraca

1. Ver artigo do IM03 de 2024 «O bilhete de identidade das empresas portuguesas: da natalidade ao investimento».
2. Apenas as sociedades não financeiras, i.e., «SNF».
3. Com dados a partir de 2003.

Divida das SNF (2022)

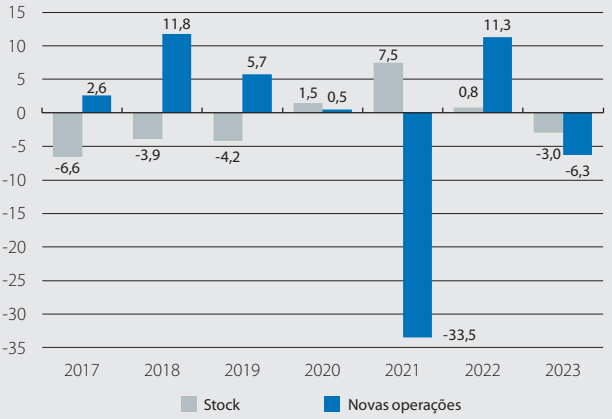
(Em % do PIB)



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

Divida das SNF junto das IC

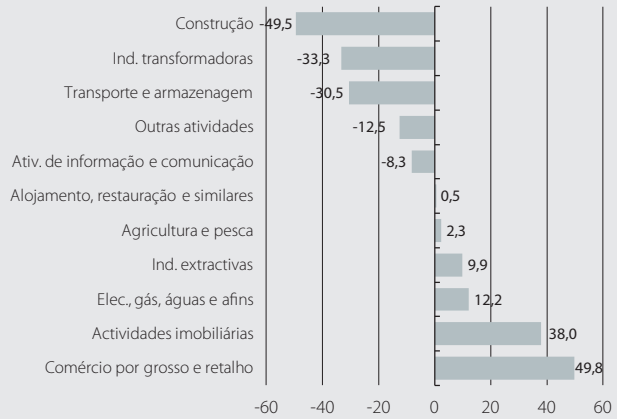
Variação anual (%)



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

Stock *de crédito das SNF por setor de atividade*

Variação acumulada no período 2017-2023 (%)



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

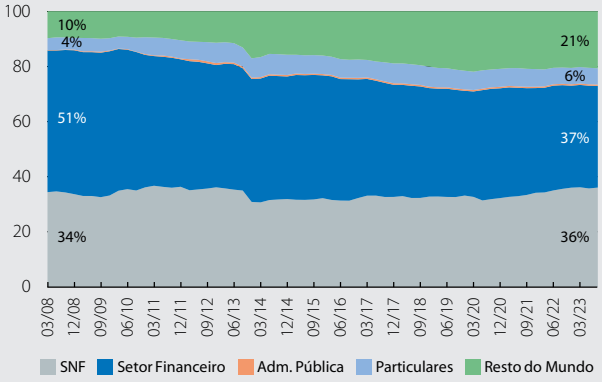
(não é estatisticamente significativa) e em sentido inverso, apontando assim para que existam outras dinâmicas a determinar a evolução das novas operações de crédito a empresas: confiança dos agentes, dinâmicas setoriais, serviço da divida, formas de financiamento alternativas, etc.

Setores financiadores e tipologia do endividamento

Historicamente, as Instituições de crédito portuguesas apresentam a maior fatia no *mix* dos setores financiadores das SNF. Isto continua a ser verdade, mas o setor financeiro tem vindo a perder preponderância. Vejamos o quarto gráfico: entre 2008 e 2023 o Setor Financeiro residente perde 14 p. p. de peso, representando 37% no total do endividamento das empresas. Em contrapartida, o setor do «Resto do Mundo» (RM) no mesmo período ganhou 11 p. p. de quota, representando agora 21%. Em Espanha verificou-se movimento semelhante (Setor Financeiro residente recua 14 p. p. para 31% e RM incrementa 10 p. p. para 24%) mas na UE os pesos têm-se mantido mais constantes (43% para o Setor Financeiro e 10% para o RM). O RM engloba todas as unidades institucionais não residentes no território económico do país e que efetuam operações com as unidades institucionais residentes ou possuem outros laços económicos com unidades residentes. Assim, no setor «Resto do Mundo» estão incluídas, por exemplo, sociedades não financeiras, outras instituições financeiras monetárias, particulares ou fundos de investimento desde que não sejam residentes em Portugal. No entanto, a disponibilidade dos dados não permite desagregar o setor financiador RM, o que torna mais difícil a interpretação acerca das causas para o Setor Financeiro residente perder peso a favor deste. Por fim, no último gráfico podemos ver como se compõe a carteira dos financiamentos das SNF quer os contraídos junto do Setor Financeiro quer os contraídos junto do RM. Em ambos os empréstimos de Longo Prazo são a forma de financiamento com maior peso (72% dos Financiamentos concedidos pelo Setor Financeiro e 45% dos concedidos pelo RM). Mas a diferença que mais se destaca é que o peso dos Créditos Comerciais é muito maior no financiamento concedido pelo RM (23%, contra 0,3% no Setor Financeiro). Isto pode espalhar

SNF: evolução do endividamento por setor financiador

(Em % do total)

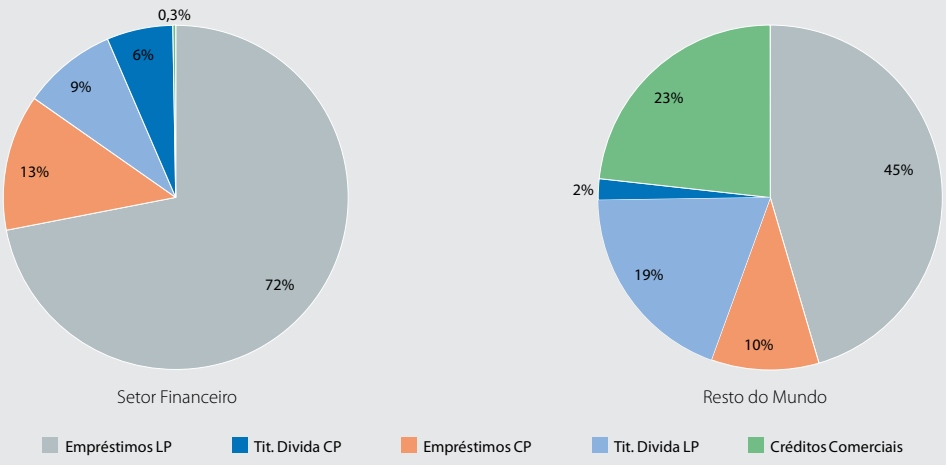


Nota: *Nos créditos comerciais não há detalhe por setor institucional pelo que foram nesta análise alocados às SNF.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do BCE (dados não consolidados).*

alguma luz sobre os motivos de crescimento desse setor como financiador: é possível que este crescimento esteja associado ao movimento de maior internacionalização e intensidade exportadora das empresas portuguesas e a um maior volume de crédito feito junto de entidades do país de origem dos parceiros comerciais. Também em artigos anteriores tínhamos aventado que o crescimento do investimento em Produtos de propriedade intelectual poderia explicar parte da perda do Setor Financeiro como financiador das SNF. Estes produtos, intangíveis, são por natureza uma fraca garantia para o crédito tradicional e com menores necessidades de financiamento. Por outro lado, exigem aos potenciais financiadores um conhecimento prévio muito mais aprofundado do negócio e da real capacidade de geração de *cash-flow* do investimento, antes de aceitarem alocar o seu capital. Por último, a entrada das *Bigtech* como *players* em atividades tipicamente associadas ao Setor Financeiro tradicional podem também já estar a pesar nesta dinâmica.

Tiago Belejo Correia

Tipologia da divida das SNF por setor



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	3,6	3,3	2,7	2,3	2,3	2,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	–3,1	–5,4	–4,5	–3,5	1,1	0,8	3,5	...
Indicador de confiança na indústria *(valor)*	–3,4	–7,4	–5,6	–9,4	–9,5	–7,5	–7,7	–6,6	–6,2
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	5,8	1,3	9,7	2,2	...	–9,8	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	–18,7	–22,9	–18,9	–11,4	...	–	–	–
Preço da habitação *(euro / m² - avaliação bancária)*	13,8	9,1	9,1	8,1	6,4	5,5	5,5	6,5	...
Serviços									
Turistas estrangeiros *(acum. 12 meses)*	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	13,1	14,5	13,1	...
Indicador de confiança nos serviços *(valor)*	15,1	7,5	13,4	5,8	–0,2	6,9	7,1	8,7	8,4
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	1,4	2,6	1,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,5	2,8	2,8	2,4	2,4	2,4	2,6	...
Indicador de confiança dos consumidores *(valor)*	–29,7	–28,6	–29,4	–22,8	–27,2	–24,6	–24,4	–22,6	–20,4
Mercado de trabalho									
População empregada	2,2	2,0	2,8	2,2	1,6	...	1,9	2,0	...
Taxa de desemprego *(% da pop. ativa)*	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	...	6,6	6,5	...
PIB	**6,8**	**2,3**	**2,6**	**1,9**	**2,1**	**1,4**	–	–	–

Preços

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Inflação global	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,1	2,3	2,2
Inflação subjacente	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,1	2,5	2,0

Setor externo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Comércio de bens									
Exportações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	23,2	–1,1	11,8	3,0	–1,1	...	–2,2	...	...
Importações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	31,7	–4,2	12,5	1,1	–4,2	...	–5,5	...	...
Saldo corrente	**–2,8**	**3,6**	**1,5**	**4,1**	**3,6**	**...**	**4,6**	**...**	**...**
Bens e serviços	–4,7	3,3	–0,3	2,1	3,3	...	4,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	...	0,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento	**–0,5**	**7,2**	**4,5**	**7,3**	**7,2**	**...**	**8,4**	**...**	**...**

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Depósitos [1]									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	–2,3	–2,1	–2,6	–2,3	2,7	1,0	2,7	...
À vista e poupança	7,3	–14,8	–9,0	–9,4	–14,8	–11,2	–13,6	–11,2	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	20,2	20,1	20,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	–12,4	1,4	5,5	–12,4	9,1	–4,4	9,1	...
TOTAL	**6,5**	**–2,6**	**–2,0**	**–2,4**	**–2,6**	**2,9**	**0,8**	**2,9**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Setor privado	1,7	–1,5	–1,2	–1,8	–1,5	–0,8	–1,1	–0,8	...
Empresas não financeiras	–0,6	–2,1	–3,5	–3,5	–2,1	–1,9	–2,0	–1,9	...
Famílias - habitações	3,2	–1,5	0,1	–0,9	–1,5	–0,8	–1,2	–0,8	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,4	–0,8	0,2	2,0	1,7	2,0	...
Administrações Públicas	–2,7	–5,5	0,6	–1,4	–5,5	5,9	–3,2	5,9	...
TOTAL	**1,6**	**–1,7**	**–1,1**	**–1,8**	**–1,7**	**–0,6**	**–1,2**	**–0,6**	**...**
Taxa de incumprimento (%) [2]	**3,0**	**2,7**	**3,1**	**2,9**	**2,7**	**...**	–	–	–

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.*

Crescimento do primeiro trimestre em Espanha surpreende em alta

As estatísticas publicadas nas últimas semanas confirmam o bom estado da economia espanhola, cujo crescimento no primeiro trimestre do ano voltou a surpreender pela positiva e foi também o mais elevado entre as grandes economias da Zona Euro.

No primeiro trimestre do ano, o PIB registou um crescimento de 0,7% em termos trimestrais (2,4% em termos homólogos). O valor publicado é semelhante ao do 4T 2023 (revisto em alta em 0,1 pontos percentuais, de 0,6% em termos trimestrais) e substancialmente superior ao crescimento médio da Zona Euro (0,3% em termos trimestrais). A procura externa emergiu como o principal motor do crescimento, contribuindo com 0,5 p.p. para o crescimento do PIB em termos trimestrais face ao trimestre anterior, graças, em particular, à força das exportações de serviços. O aumento da procura interna, que contribuiu com 0,2 p.p. para o crescimento do PIB em cadeia, teve origem no investimento – que, após uma queda acentuada no 4T 2023 (–1,6% em cadeia), registou um aumento notável de 2,6% em cadeia – e, em menor grau, no consumo privado, que manteve uma taxa de crescimento moderada (0,3% em termos trimestrais).

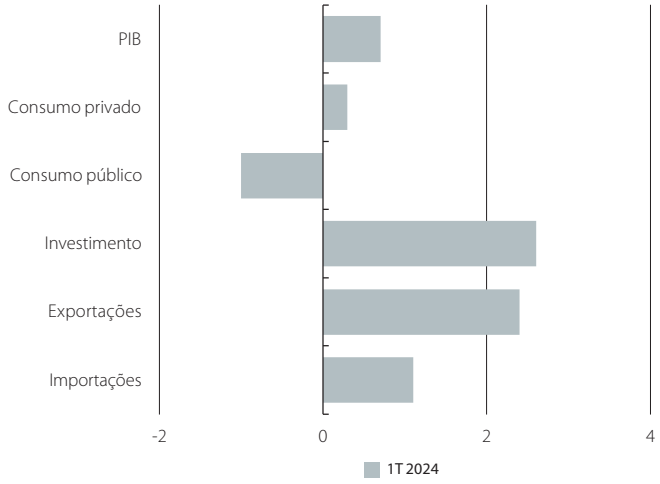
Os indicadores de atividade disponíveis para o segundo trimestre do ano apontam para que a economia mantenha um tom positivo. O PMI da indústria transformadora subiu 0,8 pontos para 52,2 em abril, a melhor leitura desde junho de 2022. O PMI dos serviços, por sua vez, subiu 0,1 pontos, para 56,2, graças ao aumento das novas encomendas. Finalmente, a atividade dos cartões de pagamento bancário em Espanha fechou o mês de abril com um crescimento homólogo de 3,2% (3,3% em março), segundo o Indicador de Consumo do CaixaBank.

A criação de emprego continua a ser positiva. O crescimento económico espanhol no 1T de 2024 foi sustentado por um mercado de trabalho que continuou a avançar a bom ritmo e manteve a sua taxa de crescimento no primeiro mês do 2T 2024. As inscrições na Segurança Social aumentaram, em abril, em 199.538 pessoas, abaixo do valor excecional do ano passado (238.436), quando a Páscoa foi na primeira semana de abril, mas acima do habitual para um mês de abril (173.777 em média no período 2014-2019). Pela primeira vez, o número total de trabalhadores registados ultrapassa a barreira psicológica dos 21 milhões, ou seja, 21.101.505 trabalhadores, o que representa mais 486.516 trabalhadores do que há um ano. O emprego registou um aumento de 40.677 postos de trabalho no mês, em termos corrigidos de sazonalidade, o que continua a ser um valor elevado. O desemprego registado diminuiu em 60.503 pessoas no mês, para 2,666 milhões, o valor mais baixo desde setembro de 2008.

Os aumentos do IVA sobre o gás e os produtos alimentares mantêm a inflação global acima dos 3%. A inflação global

Espanha: o PIB e as suas componentes

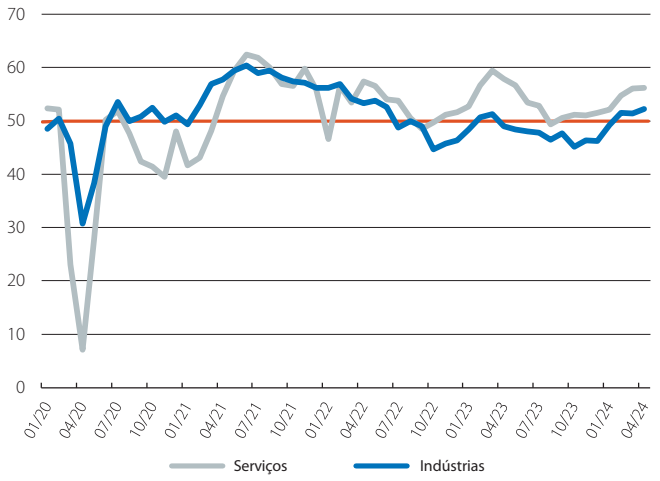
Variação em termos trimestrais (%)



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

Espanha: PMI

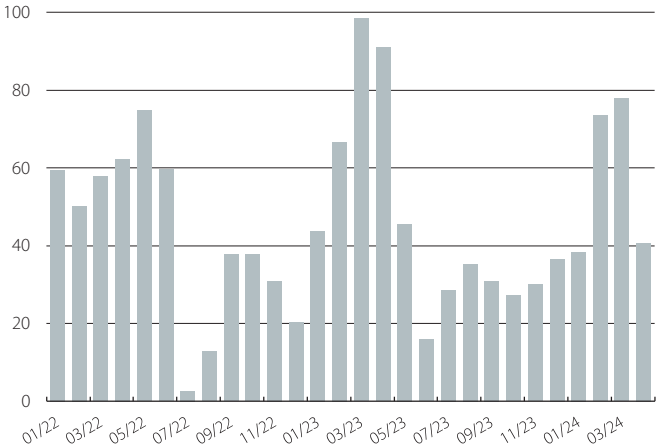
Nível



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

*Espanha: inscritos na Segurança Social **

Variação mensal (milhares de pessoas)



Nota: ** Séries corrigidas de sazonalidade.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do MISSM.*

aumentou 0,1 p.p. em abril para 3,3%, de acordo com a estimativa rápida do IPC publicada pelo INE. Contudo, este desempenho foi condicionado pelo aumento do preço do gás, uma vez que, a 1 de abril, a taxa de IVA sobre o gás, que tinha sido reduzida para 10%, voltou ao seu nível habitual de 21%. Seja como for, o processo de moderação dos preços continuou na inflação subjacente (que exclui energia e alimentos não transformados), que sofreu uma forte correção, situando-se em 2,9% (menos 0,4 p.p. do que em março). A inflação global situou-se dentro do intervalo esperado pelo BPI Research, enquanto a inflação subjacente surpreendeu em sentido descendente.

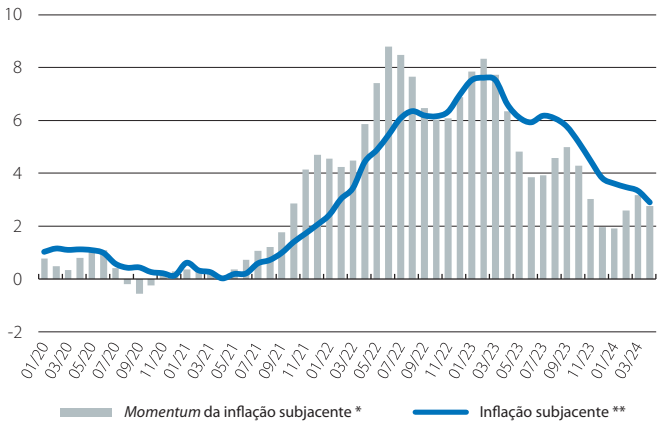
O défice comercial espanhol melhorou, consolidando um bom início de ano para o comércio externo. Em consonância com os bons dados relativos à procura externa, o défice comercial diminuiu 4,7% em termos homólogos em fevereiro, graças a uma correção homóloga de 27,8% do défice energético. As exportações não energéticas melhoraram em relação ao mês anterior, apesar de se situarem abaixo do nível registado em fevereiro do ano anterior. O défice comercial, em termos acumulados nos dois primeiros meses do ano, apresenta uma redução de 5,6% em termos homólogos, correspondendo a uma quebra de 17,3% no défice não energético e de 4,3% no défice energético. O défice comercial com os países fora da Zona Euro diminuiu 25% em termos homólogos, enquanto o excedente com os países da UE diminuiu 32% em termos homólogos.

Também o turismo, fundamental para o bom desempenho do sector externo, registou uma forte progressão no primeiro trimestre do ano. Dados provisórios da FRONTUR indicam que 16,1 milhões de turistas estrangeiros chegaram nos primeiros três meses do ano, um aumento de 17,7% em relação ao mesmo período do ano passado. Igualmente, segundo dados da EGATUR, os gastos dos turistas internacionais atingiram 21.974 milhões de euros no mesmo período, o que representa um aumento de 27,2% em relação ao mesmo período do ano passado. Por sua vez, estes valores implicam um aumento da despesa média diária dos turistas internacionais de 5% em relação ao 1T 2023.

A compra e venda de habitação em Espanha retoma um certo fôlego no início do ano. As transações de habitações aumentaram 5,8% em fevereiro, em termos homólogos, uma melhoria significativa depois de terem estado a cair a taxas de dois dígitos ao longo do segundo semestre de 2023. O aumento foi generalizado por tipo de habitação, mas particularmente acentuado no caso das habitações novas: um aumento de 20,8% em termos homólogos, em comparação com 2,2% em segunda mão. Relativamente às comunidades autónomas, o aumento das transações de habitação verificou-se na maior parte do território, com exceção de seis regiões que registaram descidas (Baleares, Canárias, Andaluzia, Comunidade de Madrid, País Basco e La Rioja). Assim, em termos acumulados, nos dois primeiros meses do ano, foram fechadas 107.000 vendas em todo o país, o que representa o melhor início de ano na atividade imobiliária desde 2008.

Espanha: inflação subjacente e o seu momentum

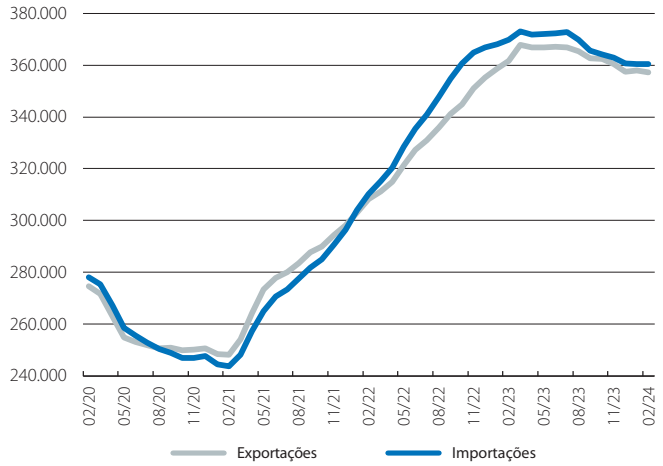
Variação (%)



Notas: ** 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, a partir dos dados do INE de Espanha.*

*Espanha: comércio externo de bens **

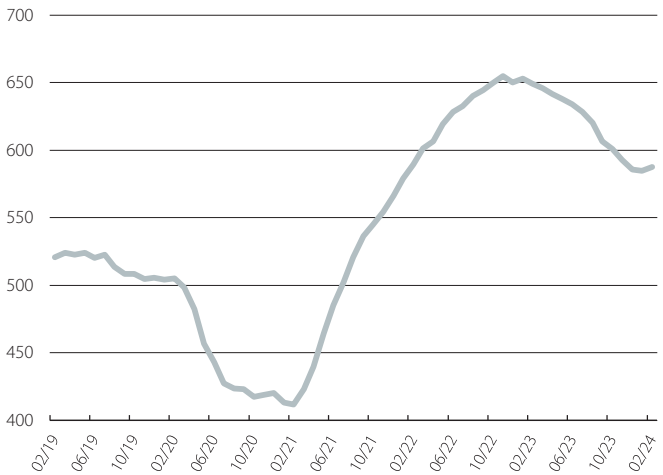
Dados acumulados de 12 meses (milhões de euros)



Notas: ** Dados nominais, séries não corrigidas de sazonalidade. Sem incluir energia.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da Direção-Geral das Alfândegas.*

Espanha: compra e venda de habitações

Dados cumulativos de 12 meses (milhares de habitações)



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

Principais fatores para o aumento da poupança das famílias espanholas em 2023

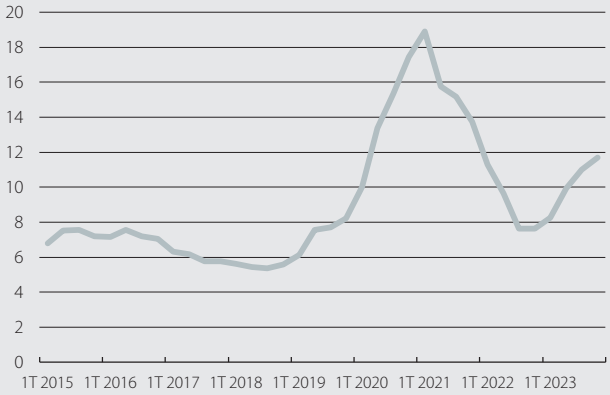
Devido ao forte aumento do rendimento disponível, a taxa de poupança aumentou, ultrapassando mesmo o nível atingido durante a pandemia. A capacidade de poupança das famílias aumentou consideravelmente em 2023. Por conseguinte, a taxa de poupança subiu para 11,7% do rendimento disponível bruto (RDB), muito acima dos 7,6% em 2022 e da média histórica de 8,2% entre 2000 e 2019 (ver primeiro gráfico). Trata-se de um valor de 108 mil milhões de euros de poupança bruta, mais 44,76 mil milhões do que em 2022 e mais 59 mil milhões do que na média de 2015-2019. Por outras palavras: na conjuntura ainda inflacionista de 2023, as famílias conseguiram reforçar a sua reserva de poupança agregada, um feito notável.

O que está por detrás destes registos que pode surpreender mais do que um leitor? A subida do rácio de poupança resultou de um crescimento homólogo do RDB de 11,0%, o mais elevado da série histórica, e muito superior ao do consumo nominal, que aumentou 6,1% (ver o segundo gráfico). Este aumento do RDB foi claramente superior à inflação (3,5%) e ao forte crescimento do número de famílias (1,4%), o que permitiu uma recuperação significativa do poder de compra perdido no choque inflacionista de 2022. Recorde-se que, em 2022, o PIB cresceu 4,1% em termos homólogos, mas a inflação situou-se em 8,5% e o número de famílias cresceu 1,6%.

A dinâmica do RDB excedeu todas as expetativas graças a um aumento das remunerações dos trabalhadores assalariados de 8,8% em termos homólogos, refletindo uma forte criação de emprego em 2023 – com um aumento do número de trabalhadores assalariados de 3,4% – e um maior dinamismo salarial testemunhado por um aumento de 5,4% das remunerações por trabalhador. Outros elementos do rendimento bruto que também contribuíram para o aumento do rendimento foram as prestações sociais, que aumentaram 9,9% em relação ao ano anterior, devido a uma reavaliação das pensões de 8,4%, o rendimento do trabalho independente e os rendimentos líquidos de propriedade recebidos graças ao aumento dos dividendos e de outros rendimentos de investimento. Isto compensou largamente os pagamentos de juros líquidos mais elevados, no valor de 16,6 mil milhões de EUR, um aumento de 5,2 mil milhões de EUR em comparação com 2022, e a contribuição negativa dos impostos diretos e das contribuições sociais (ver terceiro gráfico).

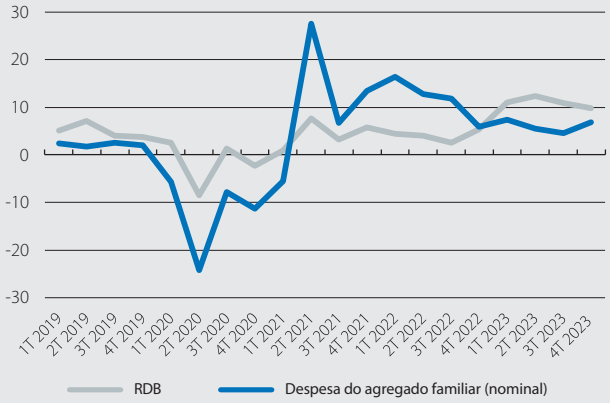
Com efeito, o ano de 2023 foi o primeiro ano em que o RDB efetivo por agregado familiar excedeu o nível pré-pandémico; enquanto em 2022 esta variável ainda estava 4,4% abaixo do nível de 2019, em 2023 já estava 1,5% acima, como mostra o quarto gráfico.

Espanha: taxa de poupança das famílias
(% do RDB)



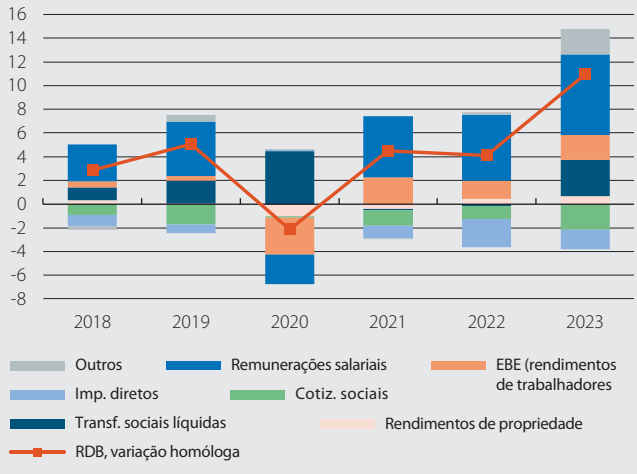
Nota: *Acumulado em 4 trimestres.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo nominal dos agregados familiares
Variação homóloga (%)



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

Espanha: rendimento disponível bruto do agregado familiar
Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)



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

Relativamente a este ano, espera-se que o crescimento do PIB se mantenha dinâmico graças à força do mercado de trabalho e ao aumento do rendimento das pensões, que se estima em cerca de 6%, tendo em conta o afluxo de novos pensionistas. Efetivamente, um valor melhor do que o esperado no final do ano de 2023 e bons dados sobre o mercado de trabalho no primeiro trimestre de 2024 sugerem que o crescimento do RDB poderá aproximar-se dos 6,0% este ano. Consequentemente, se as despesas das famílias mantiverem uma taxa de crescimento semelhante à de 2023, a taxa de poupança manter-se-á a níveis semelhantes aos do ano passado.

Consequências e destinos do aumento da poupança

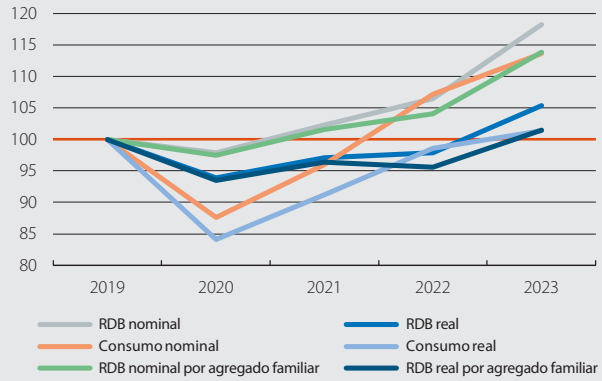
Em 2023, a capacidade de financiamento das famílias aumentou significativamente, passando de 2,5 mil milhões de euros em 2022 para 42,361 mil milhões de euros em 2023. As razões para este aumento foram o aumento da poupança e a estagnação do investimento das famílias (ver quinto gráfico): a formação bruta de capital fixo, que inclui a compra de imóveis (novas construções) e os investimentos dos trabalhadores independentes em ativos físicos, foi de 59,8 mil milhões de euros em 2023, apenas mais 0,8 mil milhões do que em 2022, num contexto de taxas de juro mais elevadas.

O património financeiro das famílias também continuou a aumentar em 2023: os seus ativos financeiros ascendiam a 2,83 biliões de EUR no final de 2023, em comparação com 2,67 biliões de EUR no final de 2022. O aumento de 159 mil milhões decompõe-se numa compra líquida de ativos financeiros no valor de 39 mil milhões de euros, superior à média de 21,5 mil milhões de euros no período 2015-2019, quando as taxas de juro eram muito baixas, e num efeito de reavaliação de 120 mil milhões de euros (ver sexto gráfico). Analisando a repartição das aquisições líquidas de ativos, desde o final de 2022, registou-se um maior apetite por instrumentos que aumentaram os seus rendimentos devido à subida das taxas, como os títulos Tesouro e os fundos de investimento. As famílias investiram, nomeadamente, 22,85 mil milhões de euros em títulos de dívida, na sua maioria títulos do Estado, e 20,25 mil milhões de euros em ações e fundos de investimento.

No que respeita à estrutura deste património, este continua a ser dominado pelas participações de capital e em fundos de investimento, que representam 45,6% do total, mais 2 pontos do que no ano anterior (ver sétimo gráfico). Seguiram-se os depósitos bancários, cujo peso foi de 35,9%, um pouco mais de 2 pontos abaixo do ano anterior, mas ainda assim superior à média 2015-2019 de 34,4%. Já os seguros e fundos de pensões aumentaram ligeiramente o seu peso em relação a 2022 para 12,7% do total, mas permanecem abaixo da média de 2015-2019 de 15,2%.

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo das famílias

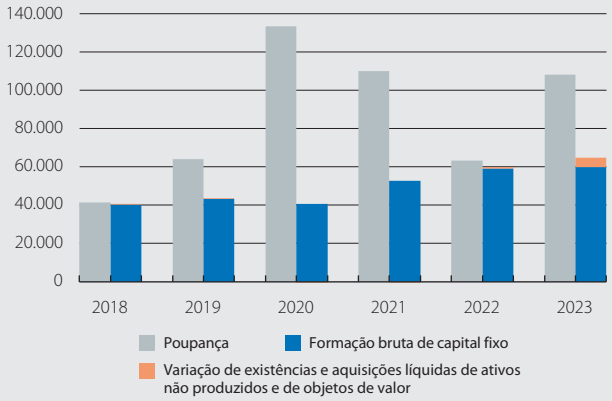
Índice (100 = 2019)



Nota: *Dados ajustados de sazonalidade.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Espanha: poupança e investimento dos agregados familiares

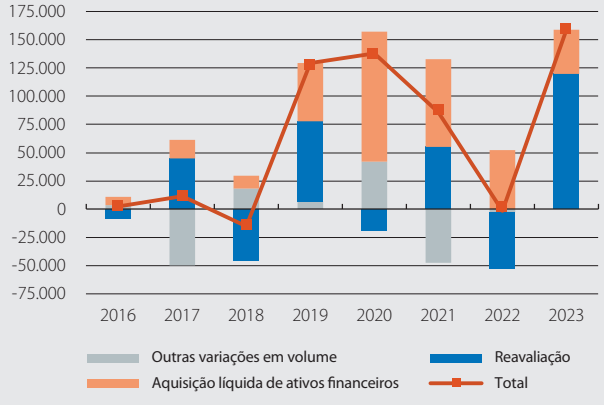
(Milhões de euros)



Nota: *O investimento é a soma da formação bruta de capital fixo (aquisição de novas habitações e investimento dos trabalhadores independentes em máquinas e automóveis) e da variação de existências, da aquisição líquida de ativos de valor e da aquisição líquida de ativos não produzidos.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Espanha: variação dos ativos financeiros das famílias

Variação homóloga (milhões de euros)



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

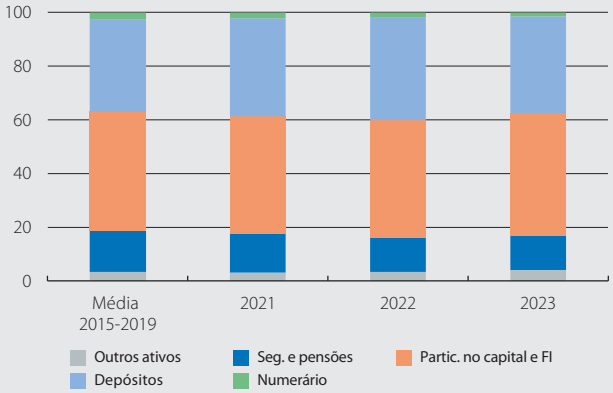
Em contrapartida, as famílias continuaram a desalavancar em 2023 e, no final do ano, os passivos financeiros das famílias[1] situavam-se em 51,0% do PIB, em comparação com 56,7% em 2022. Este é o valor mais baixo desde o primeiro trimestre de 2001 (ver último gráfico). Esta diminuição revela, em conjunto com o aumento do PIB nominal, que, em 2023, o conjunto das famílias efetuou um reembolso líquido dos seus passivos de 8,5 mil milhões, o que contrasta com uma aquisição líquida de passivos de +39,7 mil milhões em 2022 e de +25,86 mil milhões em 2021. Ou seja, num contexto de taxas de juro mais elevadas, as famílias reduziram as suas posições de endividamento. Os reembolsos antecipados dos empréstimos hipotecários, face ao aumento das taxas de juro, também contribuíram para esta situação: nomeadamente, o Banco de Espanha[2] estima que, para o quintil de rendimento mais elevado das famílias, os reembolsos antecipados em 2023 correspondiam a 5% do saldo da hipoteca a taxa variável.

Em virtude desta queda significativa dos passivos financeiros em percentagem do PIB em 2023, registou-se um ligeiro aumento da situação financeira líquida das famílias de 0,9 pontos em relação a 2022, para 142,8% do PIB; um rácio que, em qualquer caso, excede significativamente o registado em 2019 (136%).

Em suma, o bom desempenho do mercado de trabalho permitiu um forte aumento do RDB dos agregados familiares em 2023. Este progresso, associado a um comportamento mais moderado das despesas, permitiu um aumento notável da capacidade de financiamento das famílias, que foi utilizada tanto para a aquisição de ativos financeiros como para o reembolso de dívidas. Os agregados familiares começam assim 2024 com um balanço financeiro mais sólido, o que deverá proporcionar uma base para o avanço da atividade este ano.

Espanha: estrutura do património financeiro das famílias

(% sobre o total)



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

Espanha: balanço financeiro das famílias

(% do PIB)

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

1. Os passivos financeiros incluem o montante pendente de empréstimos bancários, contas a receber de clientes e outras contas a pagar (juros acumulados sobre empréstimos, impostos e contribuições pendentes).
2. Ver o *Relatório de EstabilidadeFinanceira* do Banco de Espanha de abril de 2024.

As empresas espanholas mantêm uma situação financeira sólida

As empresas espanholas, no seu conjunto, resistiram com relativo sucesso ao impacto dos vários choques que atingiram a economia nos últimos anos, como a crise pandémica; os custos de produção mais elevados, em especial os custos da energia, em resultado da guerra na Ucrânia; ou o endurecimento da política monetária do BCE. Os dados do final do ano de 2023 confirmam que, apesar da queda das suas receitas, as empresas continuaram a gerar capacidade de financiamento e a reduzir o seu endividamento para mínimos de mais de duas décadas.

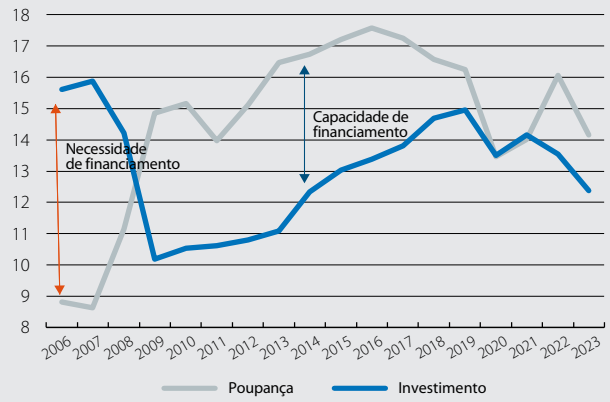
O resultado liquido das empresas[1], após dois anos de forte crescimento, registou em 2023 um decréscimo de 4,3% em termos homólogos, uma vez que o aumento dos resultados operacionais[2] (3,6%) foi largamente compensado pelo aumento do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (21%) e, sobretudo, pelo aumento dos rendimentos líquidos de propriedade a pagar (42,3%), tanto de juros[3] como de dividendos. Não obstante a queda do resultado liquido, as empresas continuaram a gerar capacidade de financiamento – o que tem acontecido de forma continuada desde 2009 –, dado que o investimento também contraiu 0,7% em termos homólogos para 12,4% do PIB (13,5% em 2022): esta capacidade ascendeu a 32.028 milhões de euros (2,2% do PIB), como se pode ver no primeiro gráfico.

Como é que as empresas utilizaram esta capacidade de financiamento? Segundo os dados fornecidos pelas contas financeiras do Banco de Espanha, foi utilizado exclusivamente para a desalavancagem e não para a aquisição de ativos financeiros. Vamos por partes: primeiramente, o endividamento consolidado (sem dívida interempresas) diminuiu em 2023, pelo segundo ano consecutivo, em 11.866 milhões de euros (–1,2%), para um total de 946.529 milhões de euros, montante equivalente a 64,7% do PIB, menos 6,5 pontos do que no ano anterior. Este é o rácio mais baixo desde 2001, quase 3 pontos abaixo da média da Zona Euro e muito longe dos máximos de 2009-2010, quando estava perto dos 120%[4] (ver segundo gráfico). Por conseguinte, a desalavancagem das empresas, que começou em 2010 e foi abruptamente interrompida em 2020

1. Rendimento após impostos e distribuição de dividendos, equivalente à poupança das empresas.
2. Excedente bruto de exploração (EBE).
3. Embora os juros cobrados tenham crescido mais, o volume de pagamentos é mais elevado: antes dos serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM), os juros cobrados cresceram 226%, para 14.046 milhões de euros, enquanto os pagos ascenderam a 40.178 milhões de euros. Os pagamentos de juros foram, assim, superiores a 16% do EBITDA no 4T 2023, quase duplicando o recorde do ano anterior. Os efeitos negativos associados ao aumento das despesas com juros foram, de qualquer modo, geralmente limitados. Ver Banco de Espanha (2024): *Relatório de Estabilidade Financeira*, primavera 2024, e Banco de Espanha (2023): «O efeito da subida das taxas de juro sobre a pressãofinanceira das empresas», Caixa 2, *Relatório sobre a situação financeira das famílias e das empresas*, 2S2023.
4. O rácio da dívida, em termos não consolidados, situou-se em 81,7% do PIB, face a 92,2% em 2022, 13,7 pontos abaixo da média da Zona Euro.

Espanha: poupança e investimento das sociedades não financeiras

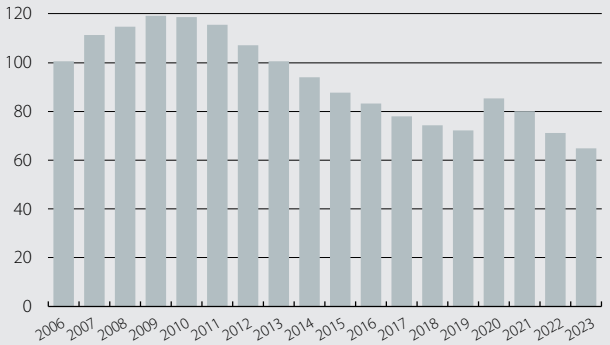
(% do PIB)



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

Espanha: dívida consolidada das sociedades não financeiras

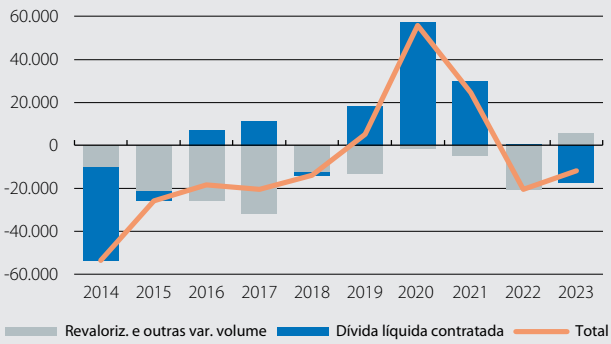
(% do PIB)



Nota: *Dívida sob a forma de títulos de dívida e empréstimos; excluindo a dívida em relação a outras empresas.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.*

Espanha: variação da dívida consolidada das sociedades não financeiras

(Milhões de euros)



Nota: *Dívida sob a forma de empréstimos e títulos de dívida; excluindo a dívida em relação a outras empresas.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.*

pela pandemia, foi retomada no ano passado. Tal deveu-se tanto a um forte aumento do PIB nominal (denominador), de 8,6%, como a uma diminuição do stock da dívida (numerador). Esta diminuição do saldo da dívida em 11.866 milhões de euros corresponde a uma dívida líquida contratada negativa de 17.262 milhões de euros, o que representa a maior amortização de dívida desde 2014, maioritariamente materializada em empréstimos (cerca de 70%), enquanto o restante foi emitido em Obrigações (ver terceiro gráfico).

Consequentemente, confirma-se a tendência observada nos últimos anos para o declínio do papel dos empréstimos bancários – das instituições financeiras monetárias (IFM) – no financiamento das empresas: representam, em 2023, 47,3% do total da dívida consolidada, quase 5 pontos percentuais menos do que antes da pandemia (ver quarto gráfico). O recurso reduzido a estes empréstimos está a ser substituído pela emissão de Obrigações, adquiridas principalmente por instituições financeiras e, sobretudo, por empréstimos concedidos por não residentes.

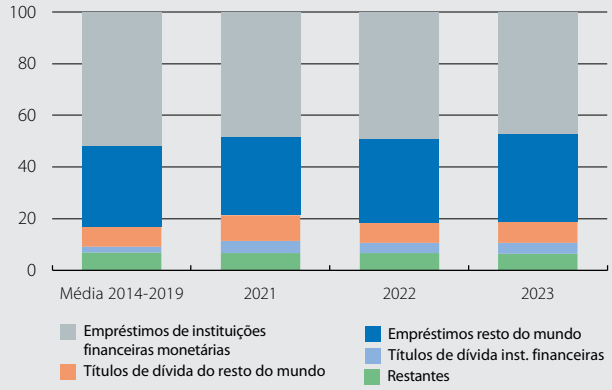
Relativamente aos ativos financeiros das empresas, estes aumentaram em 2023 em 85.759 milhões de euros (2,8% para 3,13 biliões de euros). Esta progressão do saldo do ativo explica-se inteiramente pela forte revalorização (101.711 milhões), nomeadamente das ações e dos fundos de investimento (FI), em sintonia com a subida das cotações, uma vez que as aquisições líquidas de ativos foram negativas (–16.234 milhões) (ver quinto gráfico). Dito de outro modo, as empresas desinvestiram, o que não acontecia desde 2012: redução dos ativos em ações e FIs e, em particular, dos empréstimos. Em contrapartida, o numerário, os depósitos e os títulos obrigacionistas aumentaram.

De qualquer modo, o património financeiro das empresas continua a assumir sobretudo a forma de participações no capital de outras empresas e de FI. O seu peso pós-pandemia aumentou mesmo para 57% do total, mais 2 pontos do que a média de 2014-2019. O numerário e os depósitos também estão a aumentar, embora em menor grau, enquanto os empréstimos e outros ativos, principalmente créditos comerciais, estão a diminuir em importância (ver o último gráfico).

Em suma, num contexto marcado por uma atividade económica resiliente, por condições de financiamento que serão gradualmente aliviadas e por uma utilização dos fundos do NGEU que deverá intensificar-se, tudo indica que as empresas manterão a sua solidez financeira a nível agregado em 2024. Neste contexto, a percentagem de empresas altamente endividadas desceu para 18,2% no final de 2023, contra 20% no ano anterior. Todos estes fatores deverão favorecer a reativação do investimento, a componente da procura que mais se afastou dos níveis anteriores à pandemia e cujo arranque definitivo parece essencial para prolongar o atual ciclo expansionista.

Espanha: estrutura da dívida consolidada das sociedades não financeiras

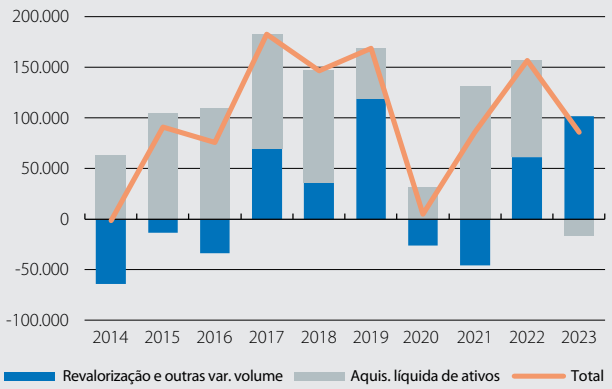
(% sobre o total)



Nota: *Excluindo a dívida para com outras empresas.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.*

Espanha: variação anual dos ativos financeiros das sociedades não financeiras

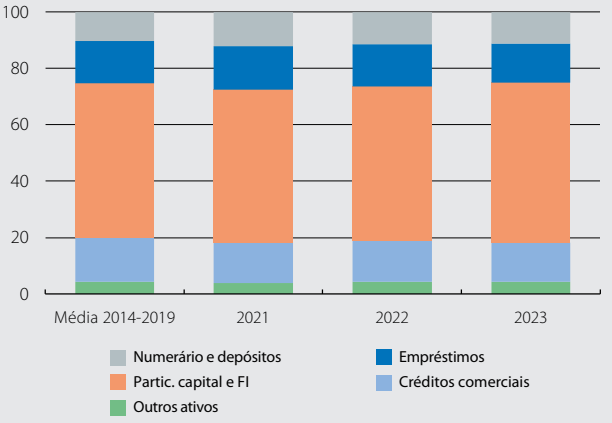
(Milhões de euros)



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

Espanha: estrutura dos ativos financeiros das sociedades não financeiras

(% sobre o total)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	–1,1	–2,3	–2,2	–0,5	–	1,5	...	...
Indicador de confiança na indústria *(valor)*	–0,8	–6,5	–5,2	–8,2	–8,1	–5,2	–4,6	–5,7	–4,4
PMI das indústrias *(valor)*	51,0	48,0	48,5	47,3	45,9	50,7	51,5	51,4	52,2
Construção									
Licenças de novas construções *(acum. 12 meses)*	15,4	1,2	1,7	4,3	0,6	–	–0,8	...	...
Compra e venda de habitações *(acum. 12 meses)*	29,0	0,3	3,3	–3,2	–9,0	–	–9,5	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	3,6	4,5	4,2	...	–	–	–
Serviços									
Turistas estrangeiros *(acum. 12 meses)*	129,8	18,9	40,7	21,9	18,9	15,8	16,2	15,8	...
PMI dos serviços *(valor)*	52,5	53,6	56,0	50,9	51,2	54,3	54,7	56,1	56,2
Consumo									
Vendas a retalho[1]	2,3	2,5	2,5	2,1	2,8	0,9	1,8	0,6	...
Matrículas de automóveis	–3,0	18,5	9,9	6,9	11,9	4,2	9,9	–4,7	23,1
Indicador de confiança dos consumidores *(valor)*	–26,5	–19,2	–19,1	–16,1	–19,1	–17,3	–17,2	–15,9	–14,7
Mercado de trabalho									
População empregada[2]	3,6	3,1	3,2	3,4	3,6	3,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	13,0	12,2	11,7	11,9	11,8	12,3	–	–	–
Inscritos na Segurança Social[3]	3,9	–	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6	2,4
PIB	**5,8**	**2,5**	**2,0**	**1,9**	**2,1**	**2,4**	–	–	–

Preços

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Inflação global	8,4	3,6	3,1	2,8	3,3	3,1	2,8	3,2	3,3
Inflação subjacente	5,1	6,1	6,2	6,0	4,5	3,5	3,5	3,3	2,9

Setor externo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Comércio de bens									
Exportações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	22,9	–1,4	12,3	4,5	–1,4	–	–3,7	...	...
Importações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	33,4	–7,2	10,7	–1,2	–7,2	–	–8,3	...	...
Saldo corrente	**8,2**	**38,0**	**28,7**	**35,8**	**38,0**	**–**	**40,5**	**...**	**...**
Bens e serviços	16,3	60,3	42,6	54,6	60,3	–	62,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	–8,1	–22,3	–14,0	–18,8	–22,3	–	–22,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento	**20,7**	**53,9**	**42,6**	**50,0**	**53,9**	**–**	**55,7**	**...**	**...**

Crédito e depósitos dos setores não financeiros[4]

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	02/24	03/24	04/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	0,4	–0,3	0,4	2,4	2,2	3,4	...
À vista e poupança	7,9	–4,5	–4,0	–6,9	–7,6	–6,6	–7,0	–5,2	...
A prazo e com pré-aviso	–19,7	51,9	40,1	69,5	90,4	103,7	109,2	95,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,6	8,7	6,8	11,3	9,4	27,2	38,4	43,6	...
TOTAL	**5,2**	**1,1**	**0,8**	**0,5**	**1,0**	**4,1**	**4,6**	**6,2**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	–2,5	–2,2	–3,4	–3,7	–2,9	–2,8	–2,5	...
Empresas não financeiras	0,9	–3,4	–2,7	–4,6	–5,2	–4,0	–3,9	–3,7	...
Famílias - habitações	1,0	–2,6	–2,4	–3,4	–3,3	–2,8	–2,8	–2,5	...
Famílias - outros fins	–0,6	–0,2	–0,4	0,0	–0,5	–0,1	–0,1	0,3	...
Administrações Públicas	0,2	–3,4	–3,3	–4,6	–5,5	–2,9	–1,8	–4,7	...
TOTAL	**0,7**	**–2,6**	**–2,3**	**–3,4**	**–3,8**	**–2,9**	**–2,8**	**–2,7**	**...**
Taxa de incumprimento (%)[5]	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,6**	**...**	**3,6**	**...**	**...**

Notas: *1. Sem estações de serviço e deflacionado. 2. Estimativa EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. Dado fim do período.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.*

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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

O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (DF-EEF), que contém informações e opiniões procedentes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento tem um objetivo meramente informativo, pelo que o CaixaBank e o BPI não se responsabilizam, em nenhum caso, pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são do CaixaBank e do BPI e podem sofrer alterações sem notificação prévia.
É permitida a reprodução parcial do *Informação Mensal* sempre que a fonte for citada de forma adequada e uma cópia seja enviada ao editor.

© Banco BPI, S.A., 2024
© CaixaBank, S.A., 2024

Design e produção: www.cegeglobal.com

BPI