

IIM10

INFORMAÇÃO MENSAL
OUTUBRO 2024



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

Energia: revisão do cenário em tempos conturbados

ECONOMIA INTERNACIONAL

Deterioração moderada das expectativas de crescimento da economia mundial

Os fatores-chave para o arrefecimento do mercado de trabalho dos EUA

Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas

ECONOMIA ESPANHOLA

Previsão de crescimento do PIB em Espanha revista em alta

O setor do turismo espanhol bate todos os recordes no verão de 2024

ECONOMIA PORTUGUESA

A última década no mercado de crédito à habitação

O ano agrícola: recapitulando 2023 e perspetivando 2024

Consumo resiliente sem pressões nos balanços das famílias

Terão as remunerações recuperado do ciclo inflacionista?

INFORMAÇÃO MENSAL

Outubro 2024

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

BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Rita Sánchez Soliva e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:
8 de outubro de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Energia: revisão do cenário em tempos conturbados*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Deterioração moderada das expectativas de crescimento da economia mundial*

16 *Os fatores-chave para o arrefecimento do mercado de trabalho dos EUA*

18 *Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas*

22 ECONOMIA PORTUGUESA

24 *A última década no mercado de crédito à habitação*

26 *O ano agrícola: recapitulando 2023 e perspetivando 2024*

28 *Consumo resiliente sem pressões nos balanços das famílias*

30 *Terão as remunerações recuperado do ciclo inflacionista?*

33 ECONOMIA ESPANHOLA

35 *Previsão de crescimento do PIB em Espanha revista em alta*

37 *O setor do turismo espanhol bate todos os recordes no verão de 2024*

Eleições americanas numa nova fase

O empolgante ano eleitoral que enfrentámos em 2024, em que mais de metade da população mundial foi chamada às urnas, encerrará com as eleições presidenciais americanas de 5 de novembro, em que, além do Presidente, um terço do Senado e toda a Câmara dos Representantes serão renovados. As diferentes combinações de resultados que irão moldar os *checks and balances* entre os poderes legislativo e executivo do governo da maior potência económica mundial são particularmente relevantes nesta ocasião. Tanto pelos desafios que se colocam no contexto económico e geopolítico como pelos perfis e programas antagónicos dos candidatos, o que aumenta a incerteza quanto aos principais traços da política económica e externa para os próximos quatro anos. Estamos cientes de que é provável que a corrida seja decidida num punhado de condados de *swing states*, com o conseqüente risco de contestações, recontagens e atrasos no resultado final.

O ponto de partida é uma economia americana que, depois de ter ultrapassado a fase inflacionista pós-COVID e a resposta enérgica da política monetária que se seguiu, está a perder fôlego, uma vez que as poupanças acumuladas durante a pandemia se evaporaram e os efeitos do aperto monetário começam a fazer-se sentir no mercado de trabalho. Com desequilíbrios macroeconómicos que continuam a ser notórios, quer do lado monetário (inflação), apesar dos progressos registados nos últimos 12 meses, quer, sobretudo, do lado orçamental, com um défice público estrutural próximo dos 6% do PIB e uma dívida pública que poderá encerrar esta década acima dos 130% do PIB. Refletindo os efeitos dos programas de despesa pública e de investimento aprovados desde a pandemia e a manutenção das receitas fiscais em níveis muito baixos para um país desenvolvido (30% do PIB). A necessidade de um programa de consolidação orçamental a médio prazo colide com as intenções dos dois candidatos que, quer do lado das despesas sociais e da transição energética e das infra-estruturas (Kamala Harris), quer do lado da redução de impostos (Donald Trump), não parecem dispostos a romper com a atual inércia orçamental. Assim, a primeira conclusão é que a política fiscal continuará a manter um tom claramente expansionista, independentemente do vencedor, o que aumentará as já elevadas necessidades de financiamento do Tesouro, o que poderá pressionar em alta as taxas de juro globais e dificultar o processo de normalização da política monetária.

Do lado da oferta, as diferenças são mais substanciais. O reforço do controlo da imigração em caso de vitória do candidato republicano poderá travar o forte aumento da

população ativa verificado nos últimos dois anos (+2,4% ou 4 milhões de pessoas), 40% dos quais são trabalhadores estrangeiros, o que permitiu colmatar o enorme fosso entre a oferta e a procura de mão de obra que existia em março de 2022 (duas vagas por desempregado). Entretanto, na frente comercial, Trump vai aumentar as barreiras comerciais independentemente de os países afetados serem aliados (tarifa universal de 10%) ou não (mínimo de 60% para produtos fabricados na China), havendo a dúvida se o USMCA (United States-Mexico-Canada-Agreement) poderá ser afetado, especialmente no caso dos automóveis produzidos no México com capital chinês. No caso de Harris, as políticas do lado da oferta significarão a continuidade do que se tem visto nos últimos anos: nenhuma alteração apreciável nas tarifas, um compromisso com as energias limpas, o reforço das políticas de concorrência e a procura de uma redução controlada dos riscos. Tudo isto é normal numa campanha, mas se pusermos todas as promessas em cima da mesa, o movimento das curvas da oferta e da procura levar-nos-ia a um ponto de equilíbrio com mais inflação, mas não com muito mais crescimento. Certamente que a realidade será diferente e os *bond-vigilants* também poderão fazer o seu trabalho, mas, no mínimo, devemos esperar mais alguma instabilidade nos mercados financeiros a curto prazo. Com um cenário de risco em que uma varredura republicana (vitória de Trump e controlo republicano em ambas as casas) poderia levar a uma economia mais fechada, mais desequilibrada e com menor crescimento potencial, enquanto se aguardam os efeitos da produtividade da IA.

Na esfera geopolítica, as múltiplas frentes de guerra abertas, as mudanças estruturais no processo de globalização, a procura generalizada de autonomia estratégica e a própria política de defesa podem ser afetadas pelos resultados eleitorais. Tendo em conta que não haverá diferenças significativas entre os candidatos nas suas relações com a China (e provavelmente não muitas na sua posição sobre o conflito do Médio Oriente), é nas suas relações com a Europa, quer na gestão do conflito entre a Rússia e a Ucrânia, quer no papel que os EUA desempenharão na NATO no futuro, que os resultados eleitorais não serão indiferentes. Em suma, como Adam Tooze nos recordou recentemente, numa altura em que a velha política económica americana ainda não morreu, os próximos quatro anos vão moldar o perfil da nova, o que torna o resultado destas eleições ainda mais importante.

José Ramón Díez
outubro, 2024

Cronologia

SETEMBRO 2024

- 12** O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p.b. e fixou a taxa depo em 3,50% e a taxa refi em 3,65%.
- 18** A Fed reduziu as taxas de juro em 50 p.b. para o intervalo 4,75%-5,00%, depois de as ter aumentado em 500 p.b. desde março de 2022.

JULHO 2024

- 26** Início dos Jogos Olímpicos em Paris.
- 31** O Banco do Japão aumenta, inesperadamente, a sua taxa de juro de referência para 0,25% (do anterior intervalo 0,0%-0,1%), o valor mais elevado desde finais de 2008.

MAIO 2024

- 31** A agência Standard & Poor's baixa a notação de crédito da França de AA a AA-.

AGOSTO 2024

- 1-5** Forte turbulência nos mercados financeiros, em resultado da decisão do Banco do Japão e de dados sobre o emprego nos EUA em julho piores do que o previsto.
- 12** A OPEP revê ligeiramente em baixa a procura de petróleo em 2024 e 2025, principalmente devido ao abrandamento do consumo na China.
- 23** A Fed começará a reduzir as taxas de juro em setembro, conforme declarou Powell em Jackson Hole.

JUNHO 2024

- 2** A OPEP concorda em prolongar os cortes na produção de crude (3,66 milhões de bpd até dezembro de 2025 e 2,2 milhões de bpd até setembro de 2024, mas com uma retirada gradual até setembro de 2025).
- 6** O BCE baixa as taxas em 25 p.b. e fixa a taxa depo em 3,75% e a taxa refi em 4,25%.

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.

Agenda

OUTUBRO 2024

- 1** Portugal: emprego e desemprego (agosto).
Zona Euro: crescimento do IHPC (setembro).
- 2** Espanha: inscrições na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 6** Conselho Europeu.
- 9** Espanha: contas financeiras (2T).
- 10** Portugal: contas financeiras (2T).
- 15** Portugal: inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito (outubro).
- 17** Conselho do Banco Central Europeu.
- 18** China: PIB (3T).
- 21** Espanha: empréstimos, depósitos e crédito malparado (agosto).
- 25** Espanha: Inquérito às forças de trabalho (3T).
- 30** Espanha: Crescimento do PIB (3T).
Espanha: Crescimento do IPC (outubro).
Portugal: Crescimento do PIB (3T).
Zona euro: PIB (3T).
Zona euro: Índice de sentimento económico (outubro).
EUA: PIB (3T).
- 31** Portugal: execução orçamental (setembro).
Portugal: atividade turística (setembro).
Zona Euro: crescimento do IHPC (outubro).

NOVEMBRO 2024

- 4** Portugal: dívida pública (3T).
- 5** Espanha: inscrições na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 6** Portugal: emprego (3T).
- 6-7** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 7** Espanha: produção industrial (setembro).
- 8** Espanha: rating Fitch.
- 13** Portugal: custos laborais (3T).
- 14** Japão: PIB (3T).
- 15** Portugal: rating Moody's.
- 19** Portugal: balança de pagamentos (setembro).
- 22** Espanha: empréstimos, depósitos e créditos mal parados (setembro).
- 28** Portugal: empréstimos e depósitos (outubro).
Espanha: crescimento do IPC (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 29** Espanha: rating DBRS.
Portugal: detalhe do PIB (3T).
Zona Euro: crescimento do IHPC (novembro).

No final, o diagnóstico mantém-se

Ligeiramente menos crescimento, inflação a caminho dos 2%, emprego em máximos e mercado da habitação mais forte do que o esperado, num contexto de redução das taxas de juro, que esperamos, vai prosseguir. Este é o resumo dos ajustes ao cenário macro para os anos de 2024-25 que incluímos nesta publicação, tendo as principais alterações se concentrado na forma como avaliamos o ano de 2024. As perspetivas não são significativamente alteradas com a introdução da nova base das contas nacionais (ano de 2021), ainda que em certas variáveis os impactos de nível sejam expressivos: maior poupança das famílias, retoma mais robusta pós-Covid (o PIB já se situa cerca de 6,8% acima de final de 2019, revisto em 4 décimas), são alguns dos efeitos que se detalham em seguida.

Quanto aos ajustes ao cenário central para 2024-25, apontamos agora para uma expansão do PIB de 1,7% este ano, dada a dinâmica do primeiro semestre, um pouco aquém do esperado, e já contando com uma melhoria na segunda metade do ano, conforme parece ser sugerida pelos indicadores de alta frequência. De facto, os dados mais recentes relativos ao sentimento nos vários sectores de atividade e também a confiança das famílias têm registado uma trajetória de melhoria – com exceção do segmento da construção – que confirmam as nossas perspetivas. Destacamos, por exemplo, o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia, que superou a nível de 104 em setembro, acima da sua média histórica e sugerindo o fortalecimento da atividade na transição para o quarto trimestre. No próximo ano continuamos a apontar para um cenário de aceleração da atividade, em reflexo da redução das taxas de juro, manutenção de um mercado de trabalho robusto, balanços mais saudáveis de famílias e empresas e esperada aceleração da execução dos fundos comunitários, com destaque para o PRR. Apontamos, por isso para que o PIB cresça em torno de 2,3% no conjunto do ano, com contributo relevante da procura interna e destaque para o investimento. A postura que se adivinha da política orçamental, ligeiramente expansionista de apoio ao crescimento, contribuirá também para este desempenho.

Relativamente às restantes variáveis, a que merece maior destaque são os preços dos imóveis residenciais, que no 2T 2024 registaram um forte impulso trimestral, possivelmente influenciado pelo anúncio de medidas que isentam IMT aos mais jovens, o que poderá ter antecipado movimentos de compra por parte de outros escalões etários. Esta dinâmica mostra a persistente robustez deste mercado, com as valorizações médias a registarem tendência de moderação lenta, num enquadramento de procura robusta e oferta ainda limitada (apesar de em claro ritmo ascendente). Neste contexto, optámos por ajustar em alta a nossa expectativa para este mercado, esperando agora que os preços em média aumentem 6,8% em 2024, abrandando posteriormente para mais próximo do que se estima ser o limiar de estabilização de longo prazo, em torno dos 3%.

No que diz respeito à inflação, mantemos a perspetiva de convergência para os 2% mais persistente a partir do próximo ano e no mercado de trabalho as nossas previsões incorporam as revisões recentes pelo INE. Subjacente está a expectativa de que a dinâmica da população se mantenha positiva devido a fluxos migratórios positivos mais que compensando o saldo natural; enquanto a criação de emprego deverá manter-se também favorável em reflexo da esperada aceleração ligeira da atividade. De realçar que as empresas continuam genericamente a reportar a escassez de mão-de-obra como fator restritivo da atividade.

Finalmente, importa também referir o recente apuramento das Contas Nacionais numa nova base (ano de 2021) pelo INE, com efeitos significativos na medição do nível de atividade e poupança, sobretudo. Assim, registaram-se alterações ligeiras na dinâmica recente, mas, mais relevante a nosso ver, é o impacto medido numa ótica mais alargada. Efetivamente, conclui-se agora que a economia, no final do segundo trimestre, dista já 6,8% dos níveis pré-Covid, mais 4 décimas que o reportado na base antiga (a zona euro por exemplo, dista cerca de 2,5%) e melhor que a maior parte dos países europeus. Por sua vez, o PIB nominal foi revisto para 267.384 milhões de euros, mais 0,7% do que na anterior série, com impacto nas métricas de endividamento. Assim, o rácio de dívida pública encerrou 2023 em 97,9% do PIB, a dívida das famílias em 56,3% e a das empresas em 109,2%. Por outro lado, em 2023, a poupança das famílias foi revista para 14.346 milhões de euros, mais 2.635 milhões de euros; e o rendimento disponível bruto para 179.805 M€, mais 2.045 M€, elevando a taxa de poupança em 2023 para 8%, mais 1,4% do que na série anterior. Em sentido desfavorável, a capacidade de financiamento da economia face ao exterior foi revista em baixa para 1,6%, menos 9 décimas do que na série anterior graças sobretudo à revisão da componente de importações, mais forte do que antes reportado.

Em resumo, os novos dados publicados reforçam a ideia de que estruturalmente há progressos importantes a relevar na economia portuguesa, e que se refletem em balanços mais saudáveis de empresas, famílias e Estado, conferindo espaço adicional propulsor de crescimento no futuro. No atual contexto mundial tão conturbado, são ativos importantes para defrontar os riscos que possam surgir.

Paula Carvalho
Lisboa, 4 de outubro de 2024

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	3,25
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,16	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,62	3,10
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,60	3,35
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,80	3,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,25	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,40	2,40
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,18	2,20
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,18	2,21
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	3,19	2,21
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,00	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,80	2,06
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,15	2,05
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,10	2,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,41	2,32
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,50	2,41
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
Prémio de risco	11	158	73	105	98	80	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,62	2,53
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,63	2,56
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	2,75
Prémio de risco	19	297	65	97	63	70	75
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,13
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	76,0	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	68,1	65,0

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	4,4	2,9	6,5	3,5	3,3	3,1	3,3
Países desenvolvidos	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Zona Euro	2,3	0,3	6,2	3,4	0,5	0,7	1,3
Alemanha	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
França	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Itália	1,5	-1,0	8,3	4,1	1,0	0,8	1,1
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,7	2,3
Espanha	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
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	1,1	1,0
Países emergentes e em desenvolvimento	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,0
Índia	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	2,5	1,8
México	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	3,5
Polónia	4,2	3,2	6,9	5,9	0,1	2,8	3,6
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,7	4,3
Países desenvolvidos	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,9	2,0
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
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	2,5	2,0
Itália	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,3	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
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	2,6	2,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,1	1,4
Índia	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	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	6,6	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	4,1	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	1,6	1,6	1,9
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,0	1,0	0,8
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,6	2,4	6,0
Bens de equipamento	3,2	2,0	15,3	5,5	4,6	-	-
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	1,7	2,5
Exportação de bens e serviços	5,3	2,2	12,3	17,4	4,1	3,7	4,6
Importação de bens e serviços	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,8	5,2
Produto interno bruto	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,7	2,3
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,1	1,4	1,2	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	1,2	0,3	0,4

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

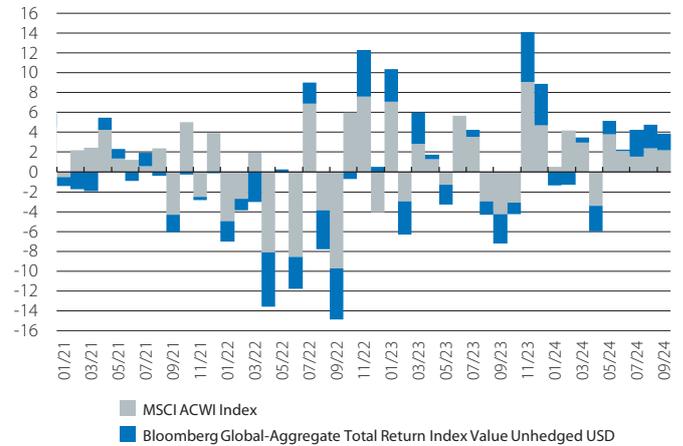
Ventos favoráveis diversificados apoiam a apetência pelo risco de investimento no mês de setembro

Setembro terminou um 3T de ganhos generalizados nos mercados. Durante este mês, os investidores conseguiram finalmente ultrapassar a correção brusca e repentina do início de agosto, graças a vários ventos favoráveis que permitiram ganhos generalizados na maioria dos mercados e ativos (setembro foi o quinto mês consecutivo de ganhos simultâneos nas ações e obrigações globais). O primeiro foi a trajetória de cortes de taxas que, depois de a Fed ter reduzido as taxas em 50 p.b. em setembro, a grande maioria dos bancos centrais dos mercados desenvolvidos seguiu definitivamente, num contexto em que, de ambos os lados do Atlântico, a desinflação progride e os mercados de trabalho continuam resilientes, dada a fase avançada do ciclo. A queda do preço do crude ao longo de setembro foi um segundo suporte, causado tanto pela fraca procura chinesa como por uma Arábia Saudita que está a considerar uma mudança de estratégia e o aumento da produção para ganhar quota de mercado a partir de dezembro. A escalada das tensões no Médio Oriente, no entanto, inverteu esta tendência e constituiu um obstáculo para o mercado no início de outubro. Finalmente, os grandes estímulos monetários e orçamentais deram um forte impulso tanto ao mercado bolsista chinês (que tinha acumulado um dos piores desempenhos do ano) como à dos países mais expostos, como a Zona Euro e a Austrália.

Os cortes dos bancos centrais prolongaram as descidas das taxas de juro. A descida das taxas de juro pela Fed em 50 p.b. na reunião de setembro, quando também confirmou a sua mudança de foco dos riscos inflacionistas para a sustentação do mercado de trabalho, aumentou as expetativas dos investidores de cortes rápidos e vigorosos das taxas pelos principais bancos centrais e induziu uma queda acentuada das taxas do mercado monetário. No caso do BCE, as implícitas no mercado passaram de um desconto em agosto de uma taxa *Depo* de 2% no 1T 2026 para uma expetativa, no final de setembro, de que a taxa *Depo* atingiria 1,75% já em setembro de 2025. Para a Fed, o ajustamento foi semelhante em termos de magnitude, passando de um nível de chegada de 3% no final de agosto para 2,75% no final de setembro, embora fosse mais prolongado. Tais níveis de chegada da taxa de intervenção seriam inferiores ao que o consenso dos analistas considera atualmente como níveis neutros. Contudo, a situação é volátil e o invulgarmente dinâmico mercado de trabalho dos EUA em setembro desencadeou uma nova revisão das expetativas.

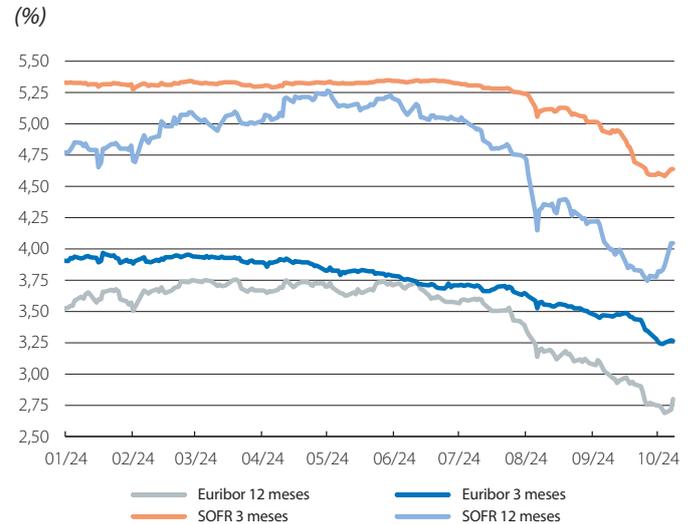
Descida das yields das obrigações soberanas e subida das inclinações. No mês de setembro, as *yields* das obrigações soberanas também caíram de modo generalizado em ambos os lados do Atlântico (embora de forma mais acentuada para os títulos de referência de mais curto prazo e com a inclinação da curva a aumentar), fechando um trimestre de ganhos para os investidores. No que respeita à Zona Euro, é de salientar o aumento do prémio de risco francês, num contexto de redução dos *spreads* periféricos. O fraco desempenho da dívida francesa ocorreu num mês de transição política, durante o qual o novo governo reconheceu gradualmente a magnitude do problema orçamental. Esta situação, aliada a vários rumores e notícias sobre cortes e reformas para fazer face ao défice – que, segundo o ministro das Finanças, pode ultrapassar 6% do PIB –, fez com que o prémio de

Desempenho mensal das rendas fixas e variáveis globais (%)



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

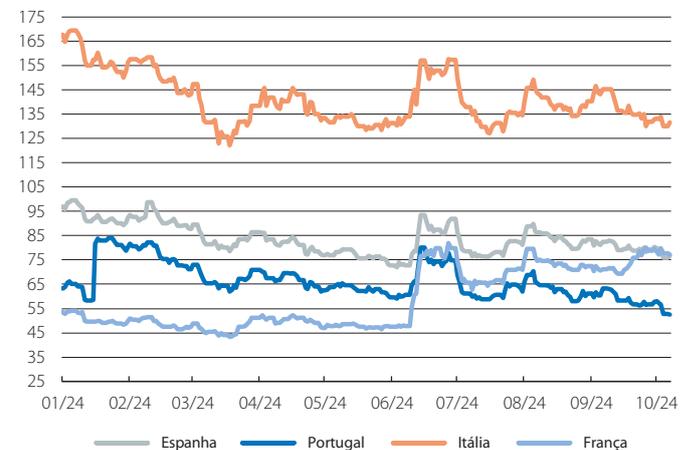
Taxas de juro interbancárias (%)



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

Prémios de risco da periferia da Zona Euro

Diferença nas taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos em relação à referência alemã (p. b.)



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

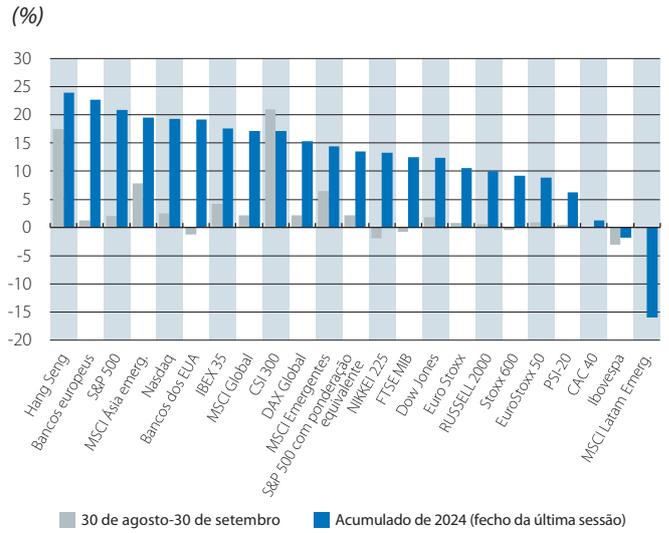
risco francês subisse ligeiramente acima do espanhol pela primeira vez desde 2007.

Fortes subidas na maioria das bolsas mundiais. Estas foram induzidas tanto pela queda das taxas sem risco como pelas medidas de estímulo monetário e fiscal anunciadas pelas autoridades chinesas para apoiar o setor imobiliário e uma recuperação econômica geral. A divulgação das medidas despoletou fortes ganhos nos principais índices do país e em Hong Kong, que, no ano anterior a setembro, se encontravam entre os piores desempenhos do mundo. Os mercados bolsistas europeus, com uma grande percentagem de empresas muito expostas à China (nomeadamente as do setor do luxo, muito numeroso na Europa), também foram favorecidos e acumularam ganhos no mês. Quanto aos índices europeus, o IBEX 35 avançou graças às empresas expostas ao setor do turismo, bem como a outras de natureza mais cíclica, impulsionadas pelo dinamismo da economia espanhola. Por fim, os índices americanos também terminaram o mês e o trimestre com ganhos. O S&P 500 atingiu máximos históricos, impulsionado mais uma vez pelas empresas tecnológicas com maior exposição à inteligência artificial.

Dólar fraco devido à descida das taxas e ao risco político nos EUA. Em setembro, a moeda norte-americana encerrou o mês com uma depreciação generalizada – pelo terceiro mês consecutivo – face aos seus principais pares, nomeadamente o iene, o yuan e o dólar australiano, bem como face ao euro, embora em menor grau. O dólar revelou-se muito suscetível aos movimentos do mercado monetário que previam reduções rápidas e agressivas das taxas de juro da Reserva Federal. Para além disso, alguma da fraqueza também parece ser atribuível a vendas antes das eleições de novembro, cujo impacto na moeda é altamente incerto em qualquer cenário possível. Em contrapartida, o aumento dos riscos geopolíticos no Médio Oriente reforçou fortemente o dólar no início de outubro, uma vez que o dólar funcionou como um ativo de refúgio. Quanto às outras moedas, o iene prolongou em setembro a apreciação dos últimos três meses, graças a um Banco do Japão que, ao longo do mês, ofereceu algumas possibilidades de novas subidas das taxas. O yuan capitalizou, por outro lado, a subida generalizada dos ativos financeiros chineses provocada pelas medidas de estímulo. As referidas medidas também apoiaram a apreciação do dólar australiano, impulsionada pelo aumento dos preços dos metais, devido às expectativas de uma maior procura por parte da China.

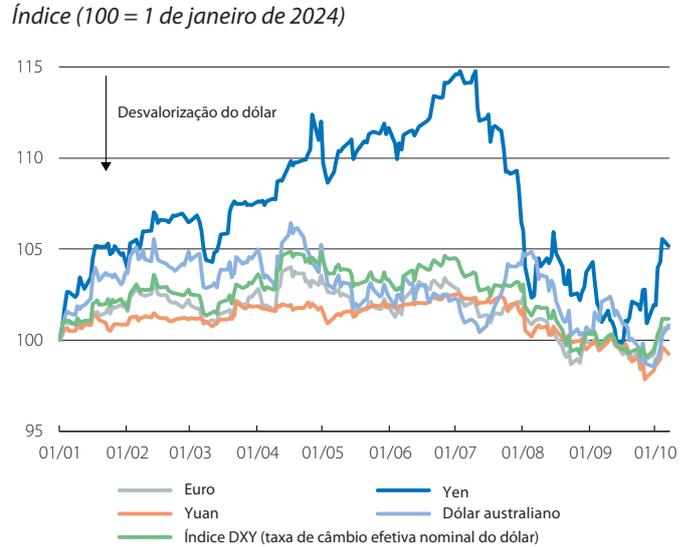
Após um verão de quedas, as tensões no Médio Oriente fazem subir os preços do crude. O petróleo fechou o mês de setembro com um verão de descida de preços, agravado no mês pelas notícias de que a Arábia Saudita se prepara para alterar a sua estratégia comercial, passando da acomodação da produção para atingir os 100 dólares por barril para, a partir de dezembro, procurar um aumento da produção da OPEP+ que lhe permita ganhar quota de mercado. A cotação do petróleo, que não foi impulsionada em setembro nem pelo estímulo chinês (que deveria aumentar a procura) nem pela escalada das tensões militares no Médio Oriente; sofreu um pico acentuado causado por este último fator na primeira semana de outubro, devido ao risco acrescido de escalada entre o Irão e Israel. Já os metais industriais capitalizaram as medidas de estímulo chinesas e o esperado aumento da procura, fechando um mês de ganhos. Finalmente, os futuros dos produtos alimentares registaram uma subida acentuada, nomeadamente do açúcar e dos cereais, devido a fenómenos climáticos extremos em vários grandes produtores, como o Brasil.

Desempenho dos principais índices bolsistas



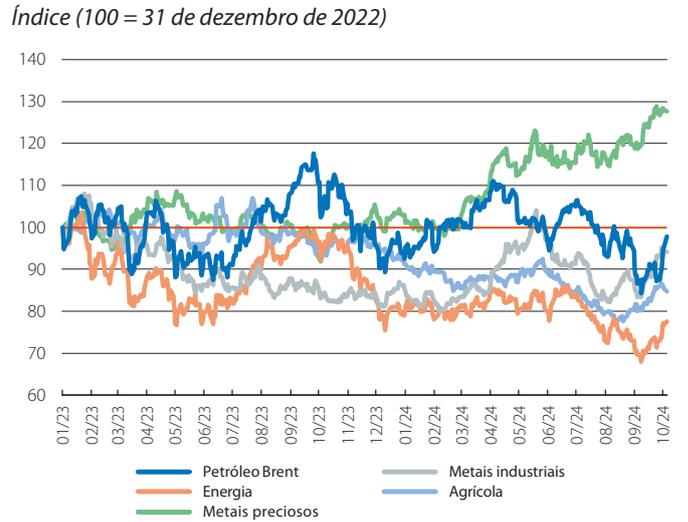
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar



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

Evolução dos preços das matérias-primas



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

Energia: revisão do cenário em tempos conturbados

Os preços das matérias-primas registaram uma descida acentuada desde julho último,¹ impulsionada pelo ajustamento em baixa das expectativas de crescimento global. O crude Brent merece uma menção especial, com o preço do barril a registar um notável pico de volatilidade. A conjugação dos receios de uma menor procura global de energia com um cenário de incerteza quanto à extensão da flexibilização monetária nos EUA desencadeou uma onda de vendas, levando o preço do barril de 87 USD para um mínimo de três anos de 69 USD.

Diante desta degradação das expectativas de crescimento da procura de crude, com dúvidas sobre a capacidade da oferta se ajustar ao novo cenário, considerámos adequado rever o nosso cenário central para os preços da energia, embora estejamos conscientes da dificuldade de incorporar o cenário geopolítico incerto nas previsões.

A oferta de crude vai crescer mais rápido do que a procura

As expectativas sobre o aumento da procura de petróleo por parte da China desvaneceram-se após a confirmação de um abrandamento do seu crescimento económico no 2T 2024 (o PIB avançou 4,7% em termos homólogos no 2T 2024, contra 5,1% no 1T 2024). Esta informação evidenciou a deterioração substancial do consumo de crude no país, que, até agosto de 2024, acumula uma queda de 9% em relação ao nível máximo atingido em setembro do ano passado. Considerando que a China é o segundo maior consumidor mundial de crude (16,7 milhões de barris por dia [b/d] em 2023), atrás apenas dos EUA, e o maior importador líquido do mundo, esta queda alimentou dúvidas sobre o ritmo de crescimento da procura mundial de petróleo a curto prazo. Em função destes dados² e das esperanças limitadas de que a Zona Euro ou os EUA aumentem o ritmo da atividade industrial nos próximos meses, as principais agências internacionais de energia³ reviram em baixa as estimativas de crescimento da procura de petróleo para este ano e para o próximo. Antecipam, em média, um crescimento para cerca de 103,4 milhões de b/d em 2024, cerca de 200.000 b/d menos do que o previsto em fevereiro.

As medidas de política expansionista recentemente adotadas pelas autoridades chinesas no final de setembro,⁴ bem como o potencial efeito de arrasto das reduções das taxas de juro nas economias avançadas, poderão ter um

1. O índice de matérias-primas S&P GSCI registou uma descida de 8,8% entre 1 de julho e 30 de setembro.

2. Ver, «China's slowdown is weighing on the outlook for global oil demand growth», IEA, setembro de 2024.

3. OPEP, IEA (International Energy Agency) e EIA (US Energy Information Administration).

Preço do petróleo Brent (Dólar/barril)



Nota: Dados a 8 de outubro.

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

impacto positivo na procura de petróleo, mas não o suficiente para impulsionar o seu crescimento a curto prazo.

Em contrapartida, a oferta mundial de petróleo parece sólida. Em 2025, a produção da OPEP e dos seus aliados (atualmente de 31,9 milhões de b/d), limitada há quase dois anos por acordos internos e cortes voluntários para manter o preço do barril acima dos 80 dólares, deverá aumentar progressivamente.⁵ A oferta total poderá ser aumentada pela possibilidade de a Arábia Saudita optar por tentar manter a sua atual quota de mercado em vez de procurar um nível de preços elevados. Adicionalmente, a produção dos países não-OPEP (EUA, Canadá, Brasil e Guiana, entre outros), que nos últimos oito meses cresceu 3% para 70,9 milhões de b/d, poderá continuar a aumentar, de acordo com as estimativas da IEA, mais 1,5 milhões de b/d em 2025. Ainda assim, consideramos que o mercado petrolífero poderá começar a dar sinais de excesso de oferta por volta do próximo verão, o que favorecerá a descida dos preços. Acontece que este aumento da oferta também foi descontado na estrutura da curva de futuros do crude, com o estreitamento dos diferenciais de preços entre os prazos mais curtos.

Com base em todos estes elementos, decidimos reduzir as previsões do preço do Brent, desatualizadas neste novo contexto, para uma média de 80,4 dólares para 2024 (76

4. O último pacote de medidas aprovado centra-se sobretudo numa maior flexibilização monetária e, no momento em que escrevemos, ainda não são conhecidos os pormenores do anunciado pacote de estímulo orçamental. Acreditamos, além disso, que o seu impacto na procura de produtos de base e, em particular, no petróleo, será modesto e temporário, a menos que seja anunciado um plano exclusivo para o desenvolvimento de infraestruturas (um setor intensivo em *commodities*).

5. A partir de dezembro deste ano e ao longo dos próximos 12 meses, segundo a OPEP, os cortes serão anulados em função de um aumento da produção ao ritmo de 180.000 b/d por mês.

dólares em dezembro) e 74,7 dólares para 2025 (73,5 dólares em dezembro de 2025).

Contudo, estas previsões estão sujeitas a um elevado grau de incerteza, dado o aumento dos riscos geopolíticos nas últimas semanas. A acentuação do conflito entre Israel e o Hezbollah faz temer que estejamos no início de uma guerra mais vasta na região, envolvendo mais países, entre os quais o Irão.⁶ Nesta circunstância, a guerra entre Israel e o Irão afetaria diretamente o abastecimento de crude e os canais de distribuição, e o preço do barril de petróleo aumentaria consideravelmente, podendo mesmo atingir os 100 dólares.

A estabilidade prevalece no gás natural

Relativamente ao gás natural, desde o verão que o preço do TTF holandês (a referência mais utilizada no mercado europeu) tem estado sujeito a pressões de subida derivadas do aumento da procura asiática e de obstáculos temporários no fornecimento de gás por parte de alguns dos principais fornecedores (como a Austrália ou a Noruega), que levaram o preço para a zona dos 40 euros/MWh. No entanto, determinados aspetos como o clima ameno no hemisfério norte e a elevada percentagem de reservas estratégicas de gás natural na UE⁷ limitaram os aumentos de preços.

Em relação aos próximos trimestres, acreditamos que a procura de gás natural no Velho Continente continuará a ser bastante fraca. A maior utilização de energias renováveis e nucleares, as medidas de eficiência energética, as temperaturas mais amenas e a apatia da indústria em muitos países resultaram numa diminuição do consumo de gás natural na UE⁸ de 3,2% no primeiro semestre deste ano, em termos homólogos, e numa diminuição de -11% nas importações de gás natural liquefeito (GNL). Baseados no nosso cenário de crescimento económico para a Zona Euro,⁹ esperamos que esta dinâmica da procura de gás se mantenha durante a maior parte do resto deste ano e no próximo ano.

Quanto à oferta de gás natural, esperamos que se mantenha bastante saudável. Por um lado, a quantidade total de GNL armazenado nos navios tem-se mantido acima da média dos últimos cinco anos desde o início do ano, o que assegura o aprovisionamento a curto prazo. Por outro

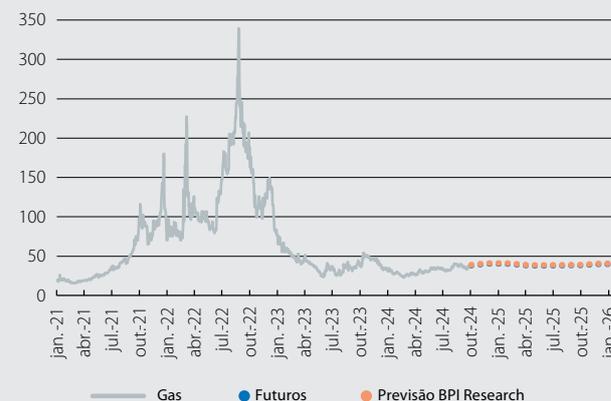
6. Em termos de produção de crude, o Irão é o terceiro maior produtor da OPEP (12,2% do total) e o quinto maior produtor mundial (4,8% do total). Controla também a passagem pelo Estreito de Ormuz, por onde passam diariamente 21 milhões de barris de crude, um quinto do consumo mundial de crude e derivados.

7. As reservas estratégicas da UE situavam-se em 94% no final de setembro.

8. Conforme dados do European LNG Tracker (atualizado em 24 de setembro), IEEFA.

9. Ver Focus «Modesta deterioração das expectativas de crescimento da economia internacional», neste mesmo Relatório Mensal.

Preço do gás natural (Euros/MWh)



Nota: TTF, preço de referência do gás natural na Europa. Dados a 8 de outubro.

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

lado, prevê-se que a capacidade de exportação de GNL dos EUA e do Qatar aumente significativamente nos próximos trimestres (mais de 30.000 milhões de metros cúbicos no 4T 2024 nos EUA) e que os terminais da Austrália voltem a estar totalmente operacionais antes do final do ano. Estes fatores deverão ajudar a compensar o potencial declínio dos fluxos de gás natural da Rússia para a Europa por via terrestre, a partir de janeiro de 2025.¹⁰

Mesmo assim, revemos em alta o nosso cenário de preços e estimamos que o cenário de preços do gás permanecerá entre EUR 37 e 42/MWh no 4T 2024, e em torno de EUR 40/MWh durante a maior parte de 2025.

Em suma, a menos que as tensões no Médio Oriente continuem a aumentar e acabem por afetar os fluxos comerciais através do Estreito de Ormuz, os níveis de preços do petróleo que estimamos deverão servir de alavanca para impulsionar o crescimento global, bem como ajudar a inflação a aproximar-se dos objetivos dos bancos centrais e aumentar a probabilidade de uma aterragem suave das suas economias.

10. O acordo de trânsito de cinco anos para o gás natural da Rússia para a Europa, que passa pela Ucrânia (é transportado por terra e representa cerca de 4,5% do gás natural consumido na Europa), expira em 31 de dezembro de 2024. A recusa da Ucrânia em renovar o acordo implicaria o desvio dos fluxos através da Turquia e do Azerbaijão, com o risco de aumentar os custos e o volume de metros cúbicos em trânsito.

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,65	4,25	-60	-85,0	-85,0
Euribor 3 meses	3,28	3,49	-21	-63,0	-68,5
Euribor 12 meses	2,75	3,09	-34	-76,6	-146,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,47	2,83	-36	-79,4	-122,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,07	2,39	-32	-33,6	-114,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,12	2,30	-18	9,9	-84,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,93	3,13	-21	-6,7	-114,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,70	2,91	-21	4,5	-101,0
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,00	5,50	-50	-50,0	-50,0
SOFR 3 meses	4,59	5,02	-42	-73,9	-82,2
Dívida pública a 1 ano	4,00	4,40	-40	-76,0	-147,8
Dívida pública a 2 anos	3,64	3,92	-28	-60,9	-150,9
Dívida pública a 10 anos	3,78	3,90	-12	-9,8	-101,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	52	6	0,3	-24,4
Itraxx Financeiro Sénior	67	60	7	0,1	-31,5
Itraxx Financeiro Subordinado	121	107	13	-2,1	-61,2

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,114	1,105	0,8	0,9	6,4
EUR/JPY (ienes por euro)	159,940	161,490	-1,0	2,7	2,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,833	0,841	-1,1	-4,0	-3,9
USD/JPY (ienes por dólar)	143,630	146,170	-1,7	1,8	-3,6

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	540,3	536,4	0,7	5,9	-1,4
Brent (\$/barril)	71,8	78,8	-8,9	-6,8	-21,1
Ouro (\$/onça)	2.634,6	2.503,4	5,2	27,7	44,5

Rendimento variável

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.762,5	5.648,4	2,0	20,8	36,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.000,5	4.958,0	0,9	10,6	22,1
Ibex 35 (Espanha)	11.877,3	11.401,9	4,2	17,6	29,6
PSI 20 (Portugal)	6.792,9	6.760,2	0,5	6,2	15,2
Nikkei 225 (Japão)	37.919,6	38.647,8	-1,9	13,3	21,4
MSCI emergentes	1.170,9	1.099,9	6,4	14,4	24,7

Ventos de mudança na economia internacional

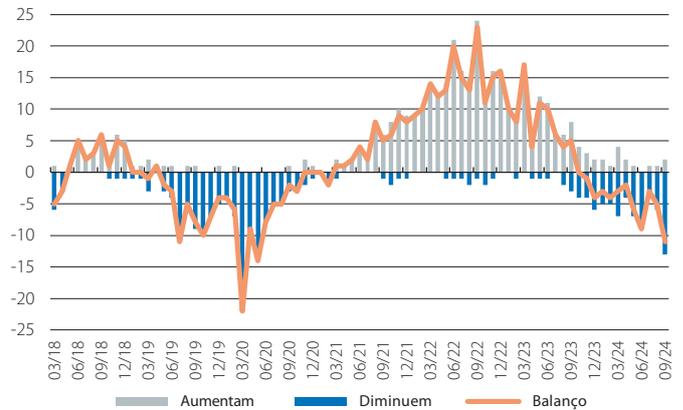
Um solavanco temporário ou uma mudança de fase? O 1S do ano foi encerrado com um crescimento do PIB global ligeiramente superior a 3%, um ritmo semelhante ao que vinha apresentando, e conseguido num contexto de condições monetárias restritivas (para combater a inflação), confirmando o desempenho díspar das principais economias internacionais, desde a robustez dos EUA à lentidão da Zona Euro, passando pelas dificuldades da China. No outono, esta dinâmica mantém-se, mas com novas nuances. Em setembro, o índice PMI composto para a economia mundial situou-se em 52,0, um valor que sugere algum abrandamento do crescimento global (média do 3T de 52,4 pontos vs. média do 2T de 53,0). Simultaneamente, os últimos dados sobre a inflação foram favoráveis e dão às autoridades monetárias, como as dos EUA e da Zona Euro, mais confiança para reduzir as taxas de juro de forma sustentada. A dinâmica destes ventos favoráveis e a solidez dos mercados de trabalho coexistem, no entanto, com uma perda natural de dinamismo cíclico e, sobretudo, com um ambiente de elevados riscos geopolíticos, uma combinação de forças contrastantes que determinará o ritmo do cenário nos próximos trimestres.

Inflação: boas notícias para o início do outono. Os cortes nas taxas em setembro pela Fed (-50 bps, primeiro corte do ciclo) e pelo BCE (-25 bps, e segundo corte do ciclo) foram acompanhados por uma maior confiança na vitória contra a inflação por parte de ambos os bancos centrais. Nos EUA, a inflação PCE (a referência da Fed) caiu para 2,2% em agosto (com o índice subjacente, que exclui a energia e os alimentos, abaixo dos 3,0% desde fevereiro). No mesmo sentido, a inflação global na Zona Euro atingiu 1,8% em setembro, abaixo do objetivo de 2,0% do BCE pela primeira vez desde junho de 2021. Acresce que a inflação subjacente na Zona Euro desceu para 2,7%, o que, por um lado, constitui um mínimo de 30 meses, mas, por outro, revela também uma redução muito mais gradual das pressões sobre os preços mais inerciais (como os serviços, que se mantiveram em 4%) e recorda que a inflação subjacente ainda não completou a trajetória para 2%.

Força da atividade nos EUA, que se mantém na vanguarda do crescimento das economias avançadas. Na sequência de um considerável crescimento trimestral de 0,7% do PIB no 2T, os indicadores sugerem que os EUA continuaram a registar um bom ritmo no 3T. Foi assim que, em setembro, o índice ISM dos serviços acelerou para 54,9 pontos, um valor elevado e o mais alto desde fevereiro de 2023, o que, no entanto, contrastou com a fraqueza demonstrada pelos 47,2 pontos do índice ISM da indústria transformadora. Os indicadores de emprego e desemprego de setembro mantiveram-se positivos, a caminho de um mercado de trabalho mais equilibrado, com a taxa de desemprego a descer 0,1 p.p. para 4,1% e a criação de 254.000 novos postos de trabalho, superando novamente as expetativas. Os monitores de atividade sugerem,

Bancos centrais: movimentos das taxas diretoras no mês

Número

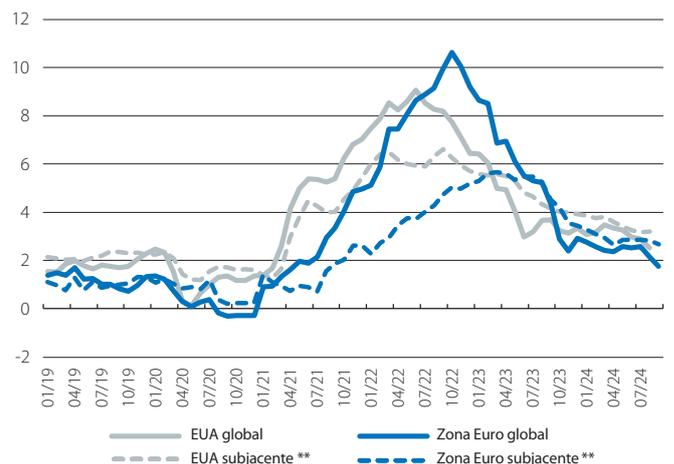


Nota: Uma amostra de 35 bancos centrais da América do Norte, América do Sul, Europa, África, Ásia e Oceânia.

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

EUA e Zona Euro: IPC *

Variação homóloga (%)

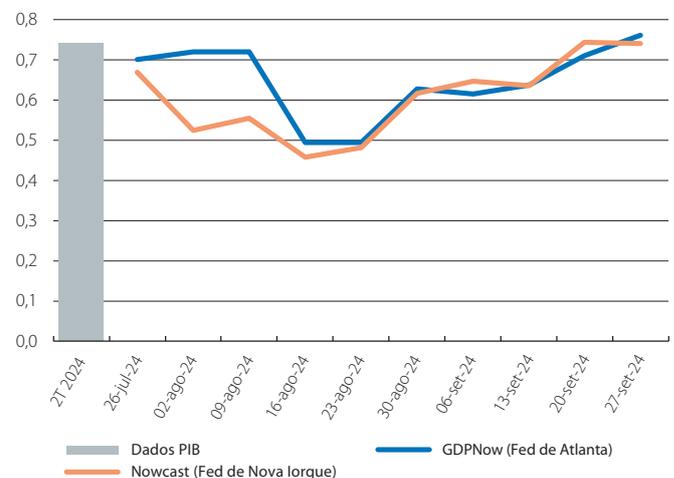


Notas: * IPCA para a Zona Euro. ** A subjacente exclui a energia e todos os alimentos.

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

EUA: Projeções do PIB do 2T e do 3T 2024

Variação em termos trimestrais (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BEA, do Atlanta Fed e do New York Fed.

portanto, que o PIB dos EUA teria sustentado um crescimento próximo de 0,7% em termos trimestrais nos últimos meses.

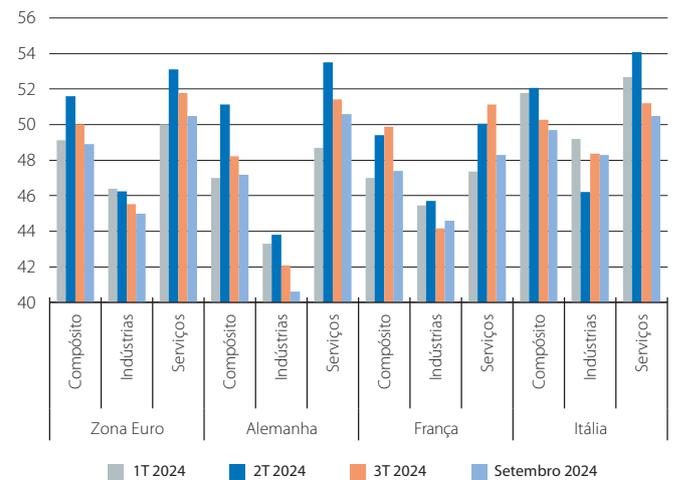
Arrefecimento desigual na Zona Euro. Nos últimos meses, os índices PMI sugerem que a atividade na Zona Euro como um todo passou de de mais a menos, com o índice composto a cair para 49,6 pontos em setembro (ligeiramente abaixo dos 50 que delimitam o crescimento da contração) e arrastado pelas dificuldades na indústria transformadora (45,0) e pela perda de dinâmica nos serviços mas ainda em expansão (51,4 pontos, um mínimo de sete meses). O desempenho mais fraco da Zona Euro no seu conjunto esconde, no entanto, situações muito diferentes. Por um lado, destacam-se as dificuldades da Alemanha (PMI composto de 47,5 em setembro, em contração durante todo o 3T e que, nos últimos 15 meses, só ultrapassou a barreira dos 50 pontos em três ocasiões). Por outro, a periferia apresenta um tom mais positivo, especialmente em economias como a Espanha. E no meio encontram-se as outras duas grandes economias, França e Itália, com um PMI atônico no conjunto do trimestre (50,3 pontos em ambos os casos) e onde as contas públicas voltam a ser uma das principais preocupações: o Conselho Europeu colocou as duas economias sob um «procedimento por déficit excessivo» em julho e, no final de setembro, em França, o novo governo de Michel Barnier reconheceu que o déficit público poderá ultrapassar os 6% em 2024 (contra os 4,4% previstos no início do ano).

O Japão e o Reino Unido estão a recuperar. Nas grandes economias avançadas, a diversidade de realidades ultrapassa a Zona Euro. De salientar ainda o Japão e o Reino Unido, que só ficam atrás da Alemanha em termos de recuperação pós-pandemia. Nos últimos meses, porém, ambas as economias começaram a afastar-se desta fraqueza. O PIB do Reino Unido, no 1S 2024, registou uma variação em termos trimestrais de 0,7% no 1T 2024 e de 0,5% no 2T (os melhores valores em dois anos), enquanto o Japão recuperou 0,7% em termos trimestrais no 2T 2024. Os indicadores PMI sugerem igualmente que a dinâmica positiva continua no final do 3T, com um indicador composto de 52,6 no Reino Unido e 52,0 no Japão.

A China adota novas medidas de estímulo cíclico, mas ainda sofre de deficiências estruturais. A economia chinesa continua a não ter o dinamismo desejado pelas autoridades, afetada pela crise imobiliária e pela fraca procura interna, e com perspectivas de crescimento abaixo do objetivo oficial («cerca de 5%» para 2024). Com efeito, os PMIs voltaram a perder dinamismo em setembro, com o índice composto a cair para 50,3 pontos, muito próximo da barreira dos 50 pontos e deixando a média do 3T (50,1) claramente abaixo da do 1S (52,9). Neste contexto, as autoridades chinesas anunciaram um novo estímulo cíclico, com uma combinação de medidas de flexibilização monetária (o banco central reduziu as taxas de juro em 20 p.b., e as taxas hipotecárias e o coeficiente de reservas obrigatórias em 50 p. b.) e apoio ao setor imobiliário (com menores requisitos de liquidez para a compra de habitação), às quais, na ausência de um anúncio oficial, tudo indica que se somará um pacote de estímulo fiscal.

Zona Euro: PMI

Índice

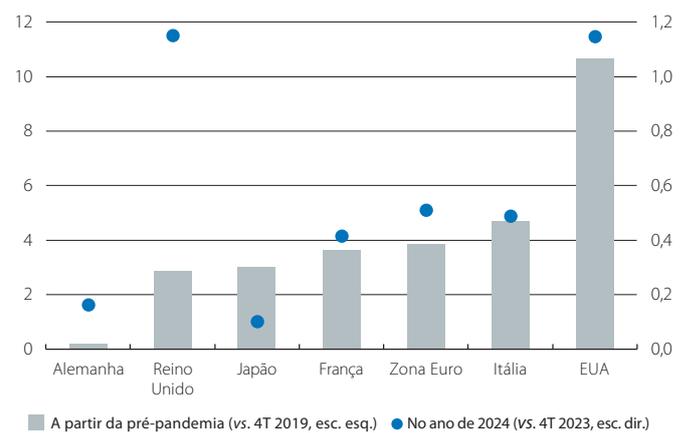


Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

Economias avançadas: PIB até o 2T 2024

Variação acumulada (%)

Variação acumulada (%)

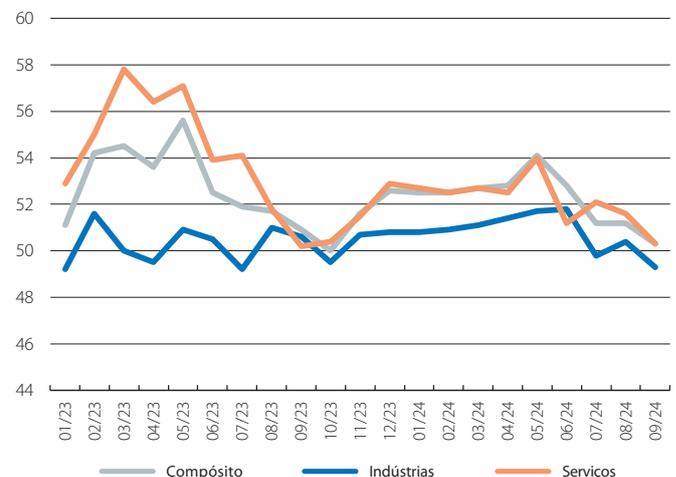


Nota: Volume do PIB a preços constantes.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat, ONS, BEA e do Gabinete do Governo do Japão.

China: PMI Caixin

Índice



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

Deterioração moderada das expetativas de crescimento da economia mundial

Depois de um verão marcado pelos Jogos Olímpicos de Paris e por um breve período de turbulência financeira, que se deveu em parte aos receios de que a economia americana pudesse estar em recessão, entramos na reta final do ano. Estes receios revelaram-se um pouco exagerados e a economia mundial mantém a tendência dos últimos trimestres, embora as perspetivas para a última parte do ano tenham enfraquecido. Chegou, pois, o momento de reajustar os cenários económicos e financeiros com toda a nova informação que se tornou disponível nos últimos meses.

Os preços do crude foram particularmente afetados pela deterioração das expetativas de crescimento global

Este arrefecimento das expetativas de crescimento é precisamente uma das razões que explicam a queda do preço das principais matérias-primas nos últimos meses. É particularmente notável o ajustamento dos preços da energia, que provoca uma revisão significativa do nosso cenário central para os seus preços.¹ Deste modo, para o petróleo, situamos o preço médio do barril de petróleo bruto Brent em 80,4 dólares em 2024 e em 76 dólares em dezembro, quase 7 e 10 dólares, respetivamente, abaixo do cenário anterior à revisão. Prevemos que, em 2025, o preço médio seja inferior a 75 dólares, com dezembro abaixo dos 74 dólares, 7 dólares e 4 dólares, respetivamente, menos do que no cenário anterior. No entanto, estas previsões estão sujeitas a um elevado grau de incerteza devido ao aumento da instabilidade geopolítica no Médio Oriente, tal como evidenciado pelo último episódio até à data: o risco iminente de alastramento de conflitos armados na região fez subir os preços do crude em mais de 5,0% em menos de dois dias. Os preços do gás mantiveram-se relativamente estáveis graças às condições favoráveis da oferta e da procura. Todavia, o possível impacto da não renovação, em dezembro, de um acordo de compra de cinco anos com a Rússia, devido à recusa da Ucrânia em permitir o transporte de gás através do seu território, torna aconselhável a revisão do preço em alta. Em 2024, o preço médio poderá ser de 33,8 euros/kWh, com dezembro a 40,8 euros/kWh, contra 30,2 e 35,5 euros/kWh, respetivamente, no cenário anterior. Colocamos o preço médio em 2025 em 39,6 euros/kWh e 40,6 euros/kWh em dezembro, face a 32,9 e 34,3 euros/kWh, respetivamente, no cenário anterior.

Nos EUA, as atenções centram-se no mercado de trabalho, enquanto a inflação passa para segundo plano

A grande surpresa positiva no 1S foram os EUA, com um crescimento de «menos para mais»: 0,3% em termos trimestrais no 1T e 0,7% no 2T. Com efeito, esta robustez inesperada da atividade implica automaticamente uma

1. Ver o Focus «Energia: análise do cenário em tempos conturbados», neste mesmo Relatório Mensal.

Previsões de crescimento do PIB

(%)



Fonte: BPI Research.

revisão em alta das previsões de crescimento para este ano e para o próximo, apesar de, como temos vindo a antecipar, estarmos a caminhar para um cenário de abrandamento para taxas de crescimento mais sustentáveis e próximas do seu potencial nos próximos trimestres (cerca de 0,5% em termos trimestrais). Assim, revemos em alta o crescimento estimado em 2024 em 0,2 p.p. para 2,6% e em 2025 em 0,1 p.p. para 1,9%.

A resistência do consumo das famílias no atual contexto de taxas de juro elevadas tem sido fundamental. Aliás, os últimos dados sobre as vendas a retalho, as despesas das famílias e o rendimento disponível sugerem que a dinâmica se manterá a curto prazo. Entretanto, já há indícios de que o consumo privado está a começar a sofrer: as taxas de incumprimento do crédito ao consumo subiram para o valor mais elevado desde 2011, as poupanças «extra» acumuladas após a pandemia esgotaram-se, enquanto a taxa de poupança caiu para mínimos de quase uma década e a criação de emprego desiludiu nos últimos meses.

Desde junho, a criação mensal de emprego (uma média de 168.000) tem sido bastante inferior à média dos dois anos anteriores (314.000), enquanto a taxa de desemprego tem vindo a aumentar gradualmente e está agora acima de 4,0%, com uma taxa de ofertas de emprego que caiu drasticamente desde os máximos do final de 2021 e já está perto dos níveis pré-pandémicos. Adicionalmente, o Departamento do Trabalho dos EUA anunciou que os valores revistos do emprego não agrícola para o período de abril de 2023 a março de 2024 revelam um nível de emprego cerca de 800.000 pessoas abaixo dos números atuais.

A inflação global teve, entretanto, um desempenho melhor do que o previsto, embora nos serviços esteja relutante em desacelerar. Por conseguinte, reduzimos a previsão para a inflação global em 2024 em 0,3 p. p. para 2,9%; e a de 2025 em 0,2 p. p. para 2,0%. Para a inflação subja-

cente, estimamos 3,3% em 2024 e 2,4% em 2025, em comparação com os atuais 3,7% e 2,6%, respetivamente.

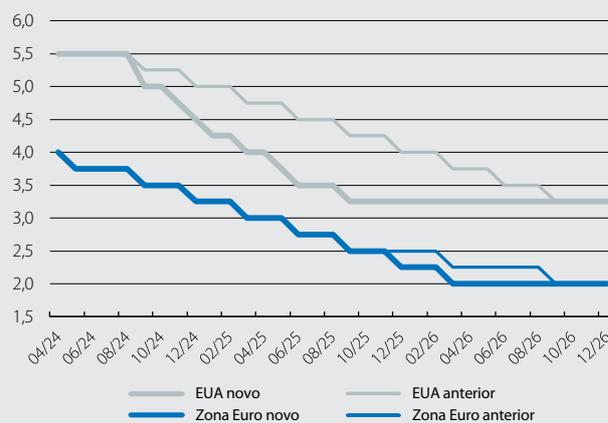
A situação do mercado de trabalho é, justamente, a variável-chave para a Reserva Federal, como salientou Powell em Jackson Hole, quando reconheceu que tinha chegado o momento de flexibilizar a política monetária para evitar que o mercado de trabalho continuasse a arrefecer, ao mesmo tempo que manifestava a sua satisfação com a evolução da inflação. Na verdade, o seu primeiro corte de taxas em setembro, de 50 p.b., foi uma declaração de intenções e assinalou o compromisso da Fed de evitar um «enfraquecimento indesejado», o que nos obrigou a reconsiderar o nosso cenário de taxas de juro para considerar uma Fed mais *hawkish*. Prevemos, assim, mais duas descidas de 25 p.b. no resto do ano, para fechar em 4,5% (5,0% no cenário anterior). Relativamente a 2025, esperamos cinco cortes de 25 p.b. para a taxa neutra de 3,25% em dezembro, antecipando para o próximo ano todos os cortes que esperávamos anteriormente em 2026.

A fragilidade da Alemanha pesa sobre a Zona Euro no seu todo

A Zona Euro teve o desempenho esperado, embora o agregado esconda uma disparidade notável entre países. A fragilidade da Alemanha é particularmente preocupante: cresceu apenas 0,1% em termos trimestrais no ano e a evolução dos principais indicadores do clima empresarial e de opinião não deixa antever uma retoma significativa da atividade no resto do ano. A Alemanha enfrenta ainda uma série de desafios que comprometem o seu crescimento a médio prazo e a sua capacidade de resistência: excedentes elevados da conta corrente, um investimento público muito baixo, o aparecimento de novos concorrentes para a sua indústria automóvel histórica, etc. Consequentemente, reduzimos a previsão de crescimento para 2024 em 0,2 p.p. para 0,0% e reduzimos a previsão para 2025 em 0,5 p.p. para 0,7%. Quanto à Itália, embora até tenha tido um desempenho um pouco melhor do que o esperado, os atrasos na execução dos fundos do NGEU levam-nos a ser um pouco menos otimistas quanto à sua evolução futura, pelo que mantemos inalterada em 0,8% a previsão de crescimento para 2024 e reduzimos a de 2025 em 0,4 p.p. para 1,1%. A França, por outro lado, irá acelerar no 3T graças ao impulso da celebração dos Jogos Olímpicos em Paris este verão, que, no entanto, será transitório. Contudo, em virtude deste acontecimento, aumentámos a previsão de crescimento em 2024 em quase 0,2 p.p. para 1,1%, mas reduzimos a estimativa para 2025 em 0,1 p.p. para 1,2%. No cômputo geral, a previsão de crescimento para a Zona Euro é revista em 2024 -0,1 p.p. para 0,7% e em 2025 -0,4 p.p. para 1,3%.

Neste contexto de arrefecimento, a inflação está a comportar-se conforme as expectativas, embora a maior pressão descendente sobre a inflação dos serviços aumente marginalmente as nossas expectativas. Por conseguinte, elevámos a previsão para a inflação global em 2024 e 2025 em 0,1 p.p. para 2,2% e 2,0%, respetivamente. Relativamente à inflação subjacente, revimos em alta as previsões

Expetativas de taxas de juro de referência (%)



Fonte: BPI Research.

para 2024 e 2025 em 0,2 e 0,1 p.p., para 2,8% e 2,2%, respetivamente. No entanto, a convergência da inflação para o seu objetivo prosseguirá nos próximos meses.

O cenário de crescimento económico um pouco mais fraco, com a inflação a aproximar-se do seu objetivo, permitirá ao BCE ser um pouco mais agressivo nos cortes de taxas. A este propósito, acreditamos que, até 2026, poderá reduzir as taxas de juro em 25 p.b. seis vezes, atingindo a taxa neutra de 2,0% em março de 2026.

A China não pode atingir o seu objetivo de crescimento sem mais e maiores estímulos

O gigante asiático também está a desiludir: o crescimento do PIB abrandou no 2T 2024 para 0,7% em termos trimestrais (1,5% no 1T 2024) e é pouco provável que a atividade recupere nos próximos trimestres. O setor residencial reafirma-se como o grande peso da economia e as medidas de estímulo implementadas até à data não estão a surtir o efeito desejado, provocando uma deterioração notória da confiança dos agentes. Os investimentos privados, que estão estagnados, e o consumo privado, que ainda não arrancou, são igualmente afetados por este maior pessimismo, uma vez que a disponibilidade das famílias para a poupança se aproxima de máximos históricos. Por conseguinte, revemos em baixa em 0,2 p.p. a previsão de crescimento para 2024 e 2025, para 4,6% e 4,0%, respetivamente. A fim de garantir a consecução do objetivo de 5,0%, seriam necessárias medidas de estímulo orçamental superiores às atualmente em vigor, embora as preocupações com a sustentabilidade da dívida constituam um importante obstáculo (deverá ultrapassar os 100% do PIB em 2028, segundo o FMI). De facto, o último pacote de medidas aprovado a 24 de setembro centra-se sobretudo em novas medidas de flexibilização monetária (redução do rácio de reservas novamente), mas nenhum estímulo fiscal foi oficializado, para além de se reconhecer que terão de «emitir e utilizar» obrigações do Tesouro para melhorar a implementação do «papel de promoção do investimento do Governo».

Os fatores-chave para o arrefecimento do mercado de trabalho dos EUA

É inegável que o mercado de trabalho dos EUA está a arrefecer. A Fed reconhece este facto e as estatísticas confirmam-no. Até agora, a taxa de desemprego aumentou 0,7 p. p. este ano, atingindo 4,1% em setembro, enquanto a criação de emprego abrandou e atingiu o seu nível mais baixo desde 2021 em julho. No presente artigo, examinaremos as causas destas mudanças e procuraremos responder a uma questão fundamental: o arrefecimento a que começamos a assistir no mercado de trabalho dos EUA deve ser motivo de preocupação ou trata-se de uma normalização após o aperto pós-pandémico? A resposta não é simples, mas é de importância crucial.

Esclarecimentos preliminares

O Bureau of Labor Statistics (BLS) produz dois relatórios sobre o emprego que fornecem diferentes indicadores do mercado de trabalho: o *Establishment Survey*, baseado em inquéritos a empresas não agrícolas, e o *Household Survey*, baseado em inquéritos aos agregados familiares. O primeiro recolhe dados sobre os recibos de vencimento, fornecendo informações sobre as horas trabalhadas, os salários e a criação de emprego. Esta situação dá origem às chamadas *non farm payrolls*, a estatística mais utilizada para medir a criação de emprego. Em contrapartida, o *Household Survey*, à semelhança do IFT publicado em Espanha, classifica os inquiridos como empregados, desempregados ou inativos, gerando assim a taxa de desemprego e o valor da população ativa. Ambos os relatórios têm as suas limitações: o inquérito aos agregados familiares inclui os trabalhadores agrícolas, os trabalhadores por conta própria e os trabalhadores domésticos, mas baseia-se numa amostra de menor dimensão. O *Establishment Survey* calcula o número de postos de trabalho não agrícolas e não de indivíduos empregados, pelo que pode acontecer que sejam contados vários postos de trabalho detidos por uma única pessoa. Em vez disso, o *Household Survey* contabiliza cada pessoa apenas uma vez, independentemente do número de empregos que tenha. Apesar de, em 2024, os dois relatórios divergirem quanto ao nível de emprego, a tendência é semelhante. Utilizaremos aqui os dados do inquérito aos agregados familiares, uma vez que estes nos dão uma visão mais ampla para além dos recibos de vencimento e do emprego não agrícola.

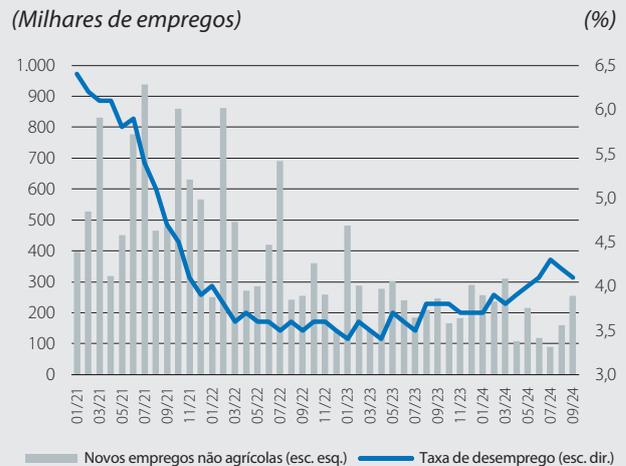
Desde o tensionamento...

No segundo gráfico, são bem visíveis os desajustes no mercado de trabalho dos EUA desde 2020.¹ O desfazamento entre as séries da procura e da oferta serve como indicador da rigidez do mercado de trabalho: quando a procura excede a oferta, o mercado está sob tensão; quando acontece o contrário, está a arrefecer.

1. Avaliamos a procura como a soma das vagas (do relatório BLS JOLTS) e do emprego total do *Household Survey*. Medimos a oferta como o nível da população ativa também a partir do *Household Survey* do BLS.

EUA: mercado de trabalho

(Milhares de empregos)



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

EUA: oferta e procura no mercado de trabalho

(Milhares de pessoas)



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

A procura de emprego e, em menor grau, a oferta, no auge da pandemia, diminuíram drasticamente, mas, após a reabertura, a procura recuperou rapidamente, enquanto a oferta ficou mais para trás. Tal conduziu a uma forte contração do mercado de trabalho, que registou um excesso de procura de 6,5 milhões de postos de trabalho no seu pior ponto de sobreaquecimento em março de 2022. O número de vagas por desempregado era então quase dois (a média histórica é de 0,65). Os dois fatores que explicaram a fraqueza da oferta foram a queda da imigração, devido ao encerramento das fronteiras durante a pandemia, e a redução da taxa de participação no mercado de trabalho, uma consequência do que é conhecido como a Grande Demissão.²

... ao equilíbrio...

Contudo, com a recuperação da oferta, as tensões no mercado de trabalho começaram a diminuir. A popula-

2. Para mais pormenores, ver Focus «Radiografia das tensões no mercado de trabalho dos EUA», no IM03/2023.

ção ativa só em 2023 cresceu 2%, o dobro da média anual pré-pandemia, o que implica um aumento de 3,6 milhões de pessoas (o total em março de 2022 é de 4,3 milhões). Em parte, isto deve-se ao fim da Grande Demissão, uma vez esgotadas as poupanças acumuladas durante a pandemia, e ao aumento dos fluxos migratórios desde o final de 2020. Segundo as estimativas do CBO, entre 2022 e 2023, a migração líquida para o país foi de quase 6 milhões de pessoas, o que, por ano, representa mais do dobro dos fluxos anuais médios registados na década anterior. Embora nem todos estes migrantes entrem imediatamente no mercado de trabalho, em 2023 quase 40% do crescimento da população ativa adveio de trabalhadores estrangeiros. Esta diminuição da procura de mão de obra de 0,3% (apenas 228.000 postos de trabalho) foi insignificante em comparação com o crescimento descrito da oferta. Com efeito, este aumento da oferta foi fundamental para preencher as numerosas vagas existentes, reduzindo o excesso de procura em 70%, para 1,9 milhões de postos de trabalho, com a taxa de desemprego a quase não subir, o que é relevante tendo em conta o ambiente de taxas de juro elevadas em que a economia estava a operar.

... e agora o arrefecimento...

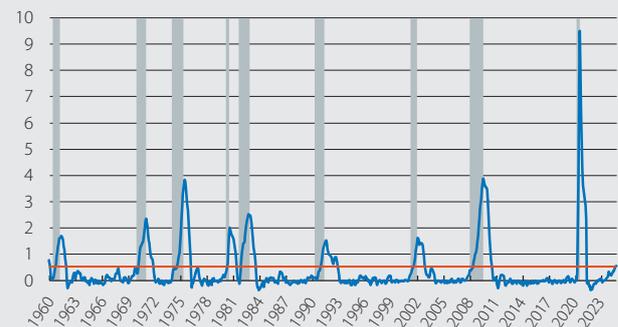
A diferença entre a oferta e a procura continuou a diminuir em 2024. Desta vez, porém, a melhoria deve-se mais à diminuição da procura do que ao crescimento da oferta. Durante os últimos 12 meses, a população ativa aumentou 0,8% e a taxa de participação manteve-se em cerca de 62,7%, enquanto a procura diminuiu mais de 1% em termos anuais, o ritmo de descida mais rápida desde 2021. Esta diminuição da procura deve-se principalmente à redução das vagas (18%), enquanto o nível de emprego se manteve relativamente estável. O *Establishment Survey* (os *payrolls*) aponta na mesma direção, embora sugira uma queda mais acentuada na criação de emprego: a média mensal de novos empregos em 2024 foi de 184.000, longe da média de 314.000 entre 2022 e 2023 e abaixo da média pré-pandémica de 191.000. As duas estatísticas sugerem que o mercado de trabalho está a absorver os novos trabalhadores a um ritmo mais lento, o que resultou num aumento da taxa de desemprego.

... ao ponto de indicar uma recessão?

A questão é saber se este arrefecimento é uma normalização ou um sinal de recessão. Em julho, quando a taxa de desemprego atingiu 4,3%, os receios de uma recessão económica foram desencadeados pelo sinal da regra Sahn. Trata-se de um padrão histórico que sugere que, quando a taxa de desemprego média dos últimos três meses se situa 0,5 pontos percentuais ou mais acima da média móvel de três meses mínima dos últimos 12 meses, estamos à beira de uma recessão.³ Não é uma regra exata, e o facto de, nos últimos meses, a taxa de desemprego ter

3. Ver Sahn, C. (2019). «Direct stimulus payments to individuals». Brookings Institute.

EUA: indicador de recessão da regra de Sahn (p. p.)



Nota: As barras cinzentas indicam uma recessão e a linha vermelha indica o limite da regra de Sahn.

Fonte: BPI Research, a partir de dados de Sahn, C. (2019), Direct stimulus payments to individuals, Brookings Institute, e da Reserva Federal de St. Louis.

atingido níveis mínimos históricos pode distorcer a mensagem. Efetivamente, Powell chamou-lhe uma «coincidência estatística» e não uma regra, pois houve episódios de «falsos positivos», como se pode ver no terceiro gráfico. É necessária uma análise mais aprofundada que coloque o indicador em todo o contexto económico para se chegar a uma conclusão mais precisa.

Com efeito, outros indicadores sugerem que o mercado de trabalho permanece saudável e que o arrefecimento está a normalizar-se. A taxa de despedimento mantém-se assim estável em torno de 1,0%, sem aumentos significativos, e os pedidos de subsídio de desemprego também não cresceram de forma preocupante. A procura de emprego abrandou, mas não entrou em colapso. Por outro lado, uma taxa de desemprego de 4,1% continua a ser baixa em termos históricos.

O nosso cenário principal aponta para uma moderação do ritmo de crescimento da atividade para níveis potenciais, mas não prevemos uma recessão a curto e médio prazo. O abrandamento da procura de mão de obra faz parte desta moderação, mas o risco é que arrefeça o suficiente para causar um aumento mais pronunciado da taxa de desemprego. A Reserva Federal tem sido explícita na sua intenção de evitar esse cenário e começou a flexibilizar a política monetária, cortando as taxas de juro em 50 p.b. e sinalizando uma abordagem mais agressiva do que o esperado. Resta saber se estas medidas serão suficientes para manter a resiliência do mercado de trabalho face aos vários riscos que pesam sobre as perspetivas económicas.

Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas

Mario Draghi apresentou o seu muito aguardado relatório sobre o futuro da economia e da competitividade da UE em 9 de setembro. Em complemento do relatório Letta sobre o mercado único, publicado em maio, este novo exercício de propostas estratégicas para a UE faz um diagnóstico severo do estado atual da economia europeia e propõe uma reorientação produtiva para desenvolver a indústria necessária à transição ecológica e à autonomia estratégica, bem como a forma de mobilizar os investimentos necessários para o efeito. O relatório lança as bases da reindustrialização na Europa, combinando ações horizontais com um menu de propostas para 10 setores estratégicos.

Relativamente ao diagnóstico do problema, o relatório mostra como o fosso entre o PIB per capita da UE e o dos EUA aumentou nos últimos anos devido à menor produtividade europeia – que também se explica por um efeito de composição, uma vez que o setor mais produtivo nas últimas décadas foi o setor tecnológico, que tem uma presença menor na UE – e ao menor número de horas trabalhadas em comparação com os EUA. Para além deste pior desempenho económico comparativo, o abrandamento do comércio de mercadorias e a reconfiguração das cadeias de valor tornam vulnerável o atual modelo económico da UE, altamente orientado para a exportação.

Trata-se de um desafio considerável para a UE, pois se não for capaz de aumentar a sua produtividade e o seu potencial de crescimento num contexto de envelhecimento da população, o seu modelo social e o bem-estar dos seus cidadãos poderão ficar comprometidos. O relatório considera que uma das principais formas de superar este desafio consiste em proporcionar oportunidades para desbloquear a grande quantidade de poupanças que as famílias e outros agentes económicos da UE acumularam e canalizá-las para um maior investimento nas atividades mais produtivas, a fim de escapar à situação atual, descrita como uma «armadilha da tecnologia média».¹

Draghi propõe uma viragem copernicana da UE neste processo: desenvolver uma política industrial a nível europeu. A política industrial, que até agora tem sido da responsabilidade dos Estados-Membros, deve também tornar-se o princípio orientador da política económica europeia, à qual devem estar subordinadas tanto a política comercial como a política de concorrência (duas das principais áreas de competência da UE desde a criação do mercado comum). O desenvolvimento de uma política industrial europeia deverá também facilitar a realização dos dois

1. Trata-se de uma situação de baixo dinamismo industrial, baixa inovação, baixo investimento e baixo crescimento da produtividade.

UE e EUA: PIB real per capita

Índice (100 = 2010) em PPA



Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO).

grandes objetivos da UE para as próximas décadas: a descarbonização da economia e maior autonomia europeia, tanto económica como de segurança.

Três grandes transformações necessárias na economia da UE

Como primeira linha de ação, e vetor de viabilização de todas as outras, é necessário aumentar a inovação na Europa, facilitando que as ideias que já estão a surgir aqui não pereçam tantas vezes no seu caminho para a comercialização antes de serem implementadas (devido a ineficiências no mercado único ou à falta de financiamento). Neste sentido, algumas das medidas propostas incluem a melhoria da coordenação do investimento público em I&D entre os Estados-Membros, a adoção de um sistema de patente unitário ou a melhoria do acesso ao financiamento por parte das empresas inovadoras. A fim de alcançar este último objetivo, é importante melhorar o mercado europeu de capitais, como se refere mais adiante, para incentivar o desenvolvimento de entidades mais favoráveis à inovação, como o capital de risco. Além disso, na Europa, onde a maior parte do financiamento das empresas foi até agora feito através dos bancos, este setor enfrenta a desvantagem de uma maior carga regulamentar do que os seus homólogos americanos, o que constitui não só um travão adicional ao financiamento da inovação, mas também à sua rentabilidade.

No que respeita ao segundo grande objetivo, a descarbonização, Draghi sugere que a UE deve reorientar o seu apoio à produção de tecnologias limpas, concentrando-se naquelas em que é líder ou em que é estratégico desenvolver capacidades (como as baterias). Entre as medidas que se destacam nesta linha de ação está a

necessidade de reduzir os preços da energia para o consumidor final, um dos encargos que a indústria europeia enfrenta numa perspetiva comparativa. Para o efeito, o relatório propõe uma série de opções que vão desde a redução da tributação até à alteração do mecanismo de fixação de preços, que permitiria que o baixo custo das energias renováveis se repercutisse positivamente em toda a economia. Outra das ideias transversais do relatório, que consiste em assegurar que a UE aproveite a sua grande relevância económica internacional para permitir e garantir a aquisição de todos os tipos de fatores de produção ao melhor preço, também toma forma nesta linha. No domínio da energia, isto implicaria compras conjuntas de gás natural ou de crude, mas também o desenvolvimento de estratégias comuns em casos de emergência ou de crise (como os aumentos acentuados dos preços do gás na sequência da guerra da Rússia contra a Ucrânia) que evitem diferentes medidas nacionais suscetíveis de distorcer o mercado único.

O objetivo final e a alavanca para aumentar a competitividade é reduzir a dependência externa e aumentar a segurança no ambiente geopolítico turbulento de hoje. A ideia de compra conjunta reaparece também aqui, neste caso de matérias-primas essenciais para a transição ecológica. Em contrapartida, o desenvolvimento de uma política de defesa mais autónoma exige também um impulso industrial que permita o desenvolvimento de empresas transeuropeias semelhantes à Airbus, bem como uma maior standardização dos equipamentos e sistemas de defesa dos Estados-Membros.

Reformas na governação da UE para desbloquear o potencial de crescimento

Para se conseguir avançar nestes três eixos são necessárias duas grandes reformas transversais. Em primeiro lugar, criar um ambiente mais propício ao investimento, tanto público como privado. Enquanto a maior parte do capital necessário para esta transformação produtiva tem de vir do setor privado, como tem acontecido tradicionalmente, o setor público tem de acompanhar e incentivar estes investimentos. Com efeito, uma das principais propostas do relatório é que esse investimento público seja feito através da emissão regular de ativos seguros agrupados (ou seja, euro-obrigações que prolongariam o que já foi conseguido com o NGEU) que incentivariam o investimento em projetos industriais paneuropeus.

A criação de euro-obrigações deve ser complementada por uma união dos mercados de capitais e uma união bancária mais profundas e abrangentes, bem como por um novo impulso aos sistemas de pensões. Tal deverá desbloquear o grande volume de poupanças latentes na UE e permitir que o investimento circule entre todos os Estados-Membros. Outra forma de atingir estes objetivos seria, para além das euro-obrigações, facilitar a titularização dos

ativos bancários, para que os bancos possam libertar capital e aumentar a sua capacidade de financiamento.

A necessidade de investimento é estimada pela Comissão Europeia em, pelo menos, 800.000 milhões de euros por ano (um volume equivalente a quase 5% do PIB da UE em 2023); o que faria com que o investimento passasse a representar cerca de 27% do PIB da UE, em comparação com os atuais 22%), embora ainda não se saiba se o tecido produtivo seria capaz de absorver este montante de fundos. Se tal for conseguido, o relatório estima um aumento do PIB de 6% em 15 anos (em comparação com um cenário em que os investimentos não sejam efetuados) com uma pressão inflacionista limitada e temporária. Além disso, o relatório conclui que um investimento público elevado terá pouco impacto na sustentabilidade orçamental se forem alcançados ganhos de produtividade.

A segunda grande reforma transversal é a melhoria da governação europeia a diferentes níveis. No plano orçamental, o relatório propõe a elaboração de um orçamento mais flexível, com uma maior capacidade de reafetação das despesas, tendo em conta o seu longo horizonte temporal, com menos rubricas e uma consolidação das prioridades em torno dos objetivos fixados (ou seja, centrado nas necessidades da política industrial para fazer face aos três principais desafios descritos). Num outro plano, mais «constitucional», o relatório propõe o agilizar do processo de decisão, alargando ou generalizando a votação por maioria qualificada em vez da unanimidade no Conselho da UE.

Muito embora o relatório tenha sido recebido de forma positiva pelas autoridades europeias, resta saber até onde irá e até que ponto será capaz de lidar com a relutância de alguns Estados-Membros em aceitar as propostas, especialmente aquelas que têm sido consideradas há mais tempo sem sucesso (como as euro-obrigações ou a conclusão da união bancária e dos mercados de capitais).

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Atividade									
PIB real	2,5	2,9	3,2	3,2	2,9	3,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	4,6	5,0	2,9	3,4	3,3	3,3	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	109,0	102,7	106,3	98,9	101,9	105,6	98,7
Produção industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	0,1	–0,7	0,0	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,6	46,9	49,1	48,8	46,8	47,2	47,2
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.380	1.481	1.407	1.340	1.237	1.356	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	316	322	325	329	331	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,3	4,2	4,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,0	60,0	60,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,0	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	3,5	3,2	3,2	3,2	2,9	2,5	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	4,4	4,0	3,8	3,4	3,2	3,2	...

JAPÃO

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Atividade									
PIB real	1,2	1,7	1,3	0,9	–0,9	–1,0	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	36,2	36,5	38,9	37,0	36,7	36,7	36,9
Produção industrial	0,0	–1,4	–3,6	–0,9	–4,3	–2,9	–0,4	–3,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	9,0	13,0	11,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	–1,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	3,1	2,9	2,5	2,7	2,7	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	4,3	3,9	3,2	2,2	1,9	2,1	...

CHINA

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,7	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	4,2	8,3	4,7	2,6	2,7	2,1	...
Produção industrial	3,4	4,6	4,2	6,0	5,8	5,9	5,1	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,7	49,3	49,7	49,8	49,4	49,1	49,8
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	901	865	841	864	872	895	...
Exportações	7,1	–5,1	–10,8	–3,3	–1,7	4,4	6,7	8,3	...
Importações	0,7	–5,5	–8,5	0,9	1,6	2,5	7,2	0,5	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	–0,1	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,6	...
Taxa de juro de referência ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,1

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	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,4	-1,9	-2,2	-0,7	-0,2	0,3	-0,1	0,8	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	2,3	-2,1	-4,8	-3,7	-4,8	-3,6	-2,2	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-16,3	-16,7	-15,5	-14,3	-13,0	-13,4	-12,9
Sentimento económico	102,1	96,4	94,3	94,8	96,0	95,9	96,0	96,5	96,2
PMI indústrias	52,1	45,0	43,2	43,9	46,4	46,3	45,8	45,8	45,0
PMI serviços	52,1	51,2	49,2	48,4	50,0	53,1	51,9	52,9	51,4
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	2,2	1,4	1,4	1,2	1,0	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,8	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,1	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	8,1	7,7	7,7	7,4	7,2	6,8	6,4	6,2	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	3,4	0,5	0,0	0,2	0,5	0,6	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	1,5	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	2,6	1,1	0,9	1,3	1,5	1,0	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	4,9	0,8	0,1	0,3	0,2	0,6	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Inflação geral	8,4	5,5	5,0	2,7	2,6	2,5	2,6	2,2	1,8
Inflação núcleo	3,9	5,0	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,8	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	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Balança corrente	0,0	2,1	1,6	2,1	2,6	3,2	3,4	...	...
Alemanha	4,4	5,9	5,5	5,9	6,2	6,5	6,5	...	...
França	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	-1,1	-1,0	...	...
Itália	-1,5	0,5	0,0	0,5	1,1	1,6	1,5	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,9	95,1	95,2	95,2	95,5	95,7	95,6

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,7	2,7	1,1	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	4,4	1,7	1,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,8	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,1	5,0	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	2,0	4,4	4,7	4,9	4,9	4,8	4,8	4,7	...
Depósitos									
Depósitos à vista	6,3	-8,5	-11,3	-10,7	-8,8	-5,5	-3,6	-2,5	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	23,2	21,0	18,4	14,4	11,4	10,6	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,3	20,4	19,9	20,5	19,7	21,4	22,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	3,0	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	...

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as 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.

Nova base das Contas Nacionais sugere economia mais robusta

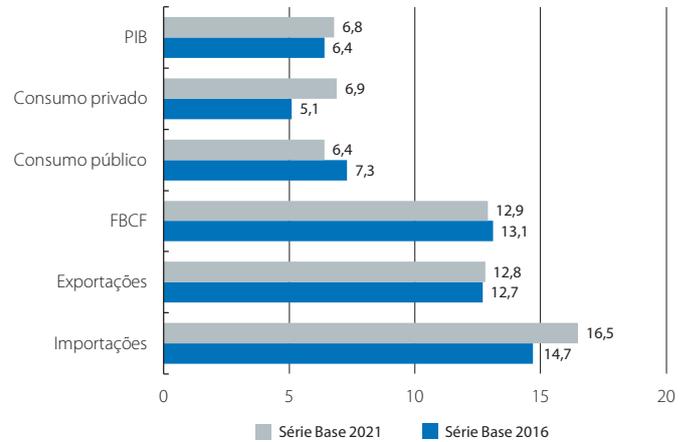
As novas séries das CN passam a ter como referência o ano 2021 e implicaram revisões no desempenho dos principais agregados macroeconómicos. Destacamos a revisão do crescimento real do PIB em 2023 de 2,3% para 2,5%. Isto, juntamente com as revisões ocorridas nos 1T e 2T de 2024, colocou o PIB real 6,8% acima do nível do 4T 2019, melhor do que os 6,4% indicados pela série anterior. Neste período, a incorporação de novos dados nas séries refletiu-se num contributo mais forte da procura interna, via consumo privado, e mais negativo da procura externa, por revisão do crescimento das importações de bens e serviços mais acentuada. Sem alterações significativas da antiga para a nova base, destaca-se o forte crescimento das exportações e da FBCF desde o 4T 2019. As novas séries mostram que as famílias pouparam mais do que o estimado antes. Em 2023, a poupança ascendeu a 14.346 milhões de euros, mais 2.635 milhões de euros do que estimado anteriormente; e o rendimento disponível das famílias foi revisto para 209.042 milhões, mais 2.917 milhões do que antes, colocando a taxa de poupança no final de 2023 em 8%, mais 1,4 p.p. do que na série base 2016, destacando-se o facto da tendência ter permanecido favorável no 1S 2024, com a taxa de poupança a aumentar para 9,8%, via aumento mais forte do rendimento disponível (+7,6% homólogo), do que do consumo privado (4,6%). Quanto ao andamento recente da economia, os indicadores relativos ao 3T dão sinais mistos, com os principais indicadores sintéticos a sugerirem aceleração da atividade em setembro. Destes salientamos a recuperação do indicador de sentimento económico da Comissão Europeia, que em setembro aumentou para 104 pontos, mais 2,9 pontos do que em agosto, e a melhoria do sentimento dos consumidores e dos restantes setores de atividade, com exceção da construção. Incorporando todos estes fatores, e apesar da aparente melhoria dos dados económicos no final do 2T, optámos por reduzir em uma décima a previsão de crescimento anual do PIB, para 1,7%, mantendo a expectativa de crescimento de 2,3% em 2025.

Inflação em setembro novamente acima dos 2%. O IPC Global cifrou-se em 2,1% (1,9% em agosto) e o Subjacente em 2,8% (2,4% em agosto). A dinâmica da componente Subjacente, tradicionalmente forte neste mês, superou as nossas previsões com um aumento mensal de 1,6% (prevíamos 1,2%). Por outro lado, o comportamento dos preços dos produtos alimentares não transformados e na energia foi mais benigno (inflação homóloga de 0,9% e -3,5%, respetivamente). São de esperar números de inflação acima de 2% no último trimestre, a concorrer para uma inflação média anual que estimamos em 2,4%.

O emprego perde ímpeto gradualmente, mas continuará a suportar o crescimento da economia portuguesa. De facto, o aumento mais lento do que o evidenciado no início do ano (0,9% homólogo em agosto) já era esperado, e aponta para que o emprego terá atingido um planalto. Por sua vez, a taxa de desemprego continua perto de mínimos e voltou a reduzir em agosto, para 6,4%. Neste contexto, revimos ligeiramente em baixa a nossa expectativa para a taxa de desemprego, esperando agora

Portugal: PIB e componentes: crescimento 2T 2024 vs 4T 2019

Varição homóloga (%)



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

Taxa de inflação em Portugal

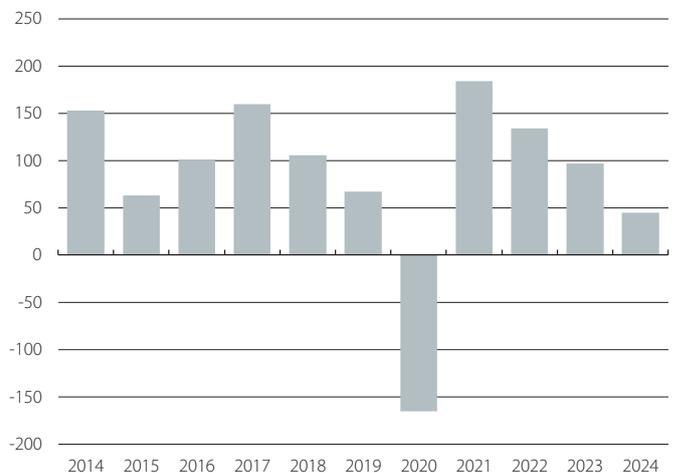
Taxa de variação homóloga (%)



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

População empregada

Varição homóloga nos meses de agosto (milhares)



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

uma estabilização nos 6,5% em 2024 (face aos anteriores 6,6%), a par de uma redução para 6,4% no próximo ano.

Preços das casas sobem como nunca. Com efeito, no 2T 2024 os dados do Índice de Preços da Habitação (IPH) registaram a subida trimestral mais forte da série: 3,9%. Muito superior à dinâmica dos trimestres anteriores (+1,3% e +0,6% no 4T 2023 e 1T 2024, respetivamente). O número de transações também recuperou em termos homólogos 10,4%, quebrando um ciclo de sete trimestres em queda. A perspetiva de alívio das taxas de juro e o anúncio de medidas governamentais para o setor poderão ter tido um efeito de reposicionamento de alguns agentes do mercado, com reflexo no comportamento dos preços. Os dados posteriores a esta publicação, nomeadamente relativos à avaliação bancária no âmbito de processos de crédito à habitação, continuam a apontar para subida consistente no valor dos imóveis. Tudo pesado, efetuámos a revisão das nossas previsões, antecipando agora que os preços da habitação subam em média 6,8% em 2024.

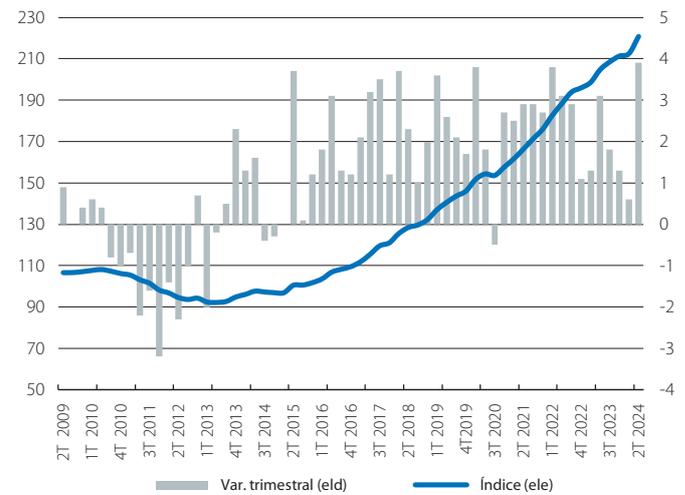
O saldo orçamental voltou a território positivo e a expectativa é que assim se mantenha no conjunto do ano. De facto, fixou-se nos 2,5% do PIB no 2T (contabilidade nacional), uma melhoria face ao período homólogo (+1,0%) e que é explicada pelo crescimento expressivo da receita (11,4% homólogo), superior ao da despesa (7,5%). A receita fiscal justifica cerca de metade do aumento da receita, destacando-se a arrecadação de impostos sobre o rendimento e património e, particularmente, a receita de IRC. Por sua vez, o aumento da despesa é maioritariamente explicado pelo incremento das prestações sociais e das despesas com pessoal, com as duas rubricas a explicarem cerca de 77% do aumento da despesa pública no período. Neste contexto, o Governo estima um ligeiro excedente de 0,3% do PIB em 2024, ainda que o ritmo de execução do primeiro semestre, ajustado pelo impacto das novas medidas anunciadas, possa apontar para um excedente mais elevado, em torno de 0,6% do PIB. Por fim, o Governo aponta para uma redução do rácio de dívida pública de 97,9% do PIB em 2023 (revisto em baixa pelo INE face aos anteriores 99,1%) para 94,5% em 2024. Os dados da contabilidade pública até agosto reforçam esta ideia: o excedente de 0,3% engloba um crescimento da despesa superior ao da receita (10,9% e 7,5%, respetivamente).

O rácio de NPLs reduziu para um novo mínimo no 2T. A redução de 0,1 p.p. face ao trimestre anterior colocou o rácio em 2,6%, com diminuições na mesma magnitude no caso do consumo & outros (para 6,2%) e das sociedades não financeiras (para 4,9%). Por sua vez, o rácio de NPLs do crédito à habitação manteve-se inalterado em 1,4%, contrariando a tendência de ligeira alta verificada nos dois trimestres anteriores. Ao mesmo tempo, a percentagem de empréstimo em stage 2 (ou seja, cujo risco aumentou significativamente, mas sem incumprimento) diminuiu 0,6 p.p., para 10%, um comportamento transversal aos vários segmentos de crédito. Entretanto, a carteira de crédito ao sector privado não financeiro aumentou 0,5% homólogo em agosto, perante o aumento de 0,9% da carteira de crédito à habitação e de 5,1% da carteira de crédito ao consumo. Relativamente ao crédito à habitação, o stock atingiu o montante mais elevado desde finais de 2022. Por sua vez, a carteira de crédito às SNF contraiu 1,2% homólogo.

Índice de preços da habitação

Índice (2015 = base 100)

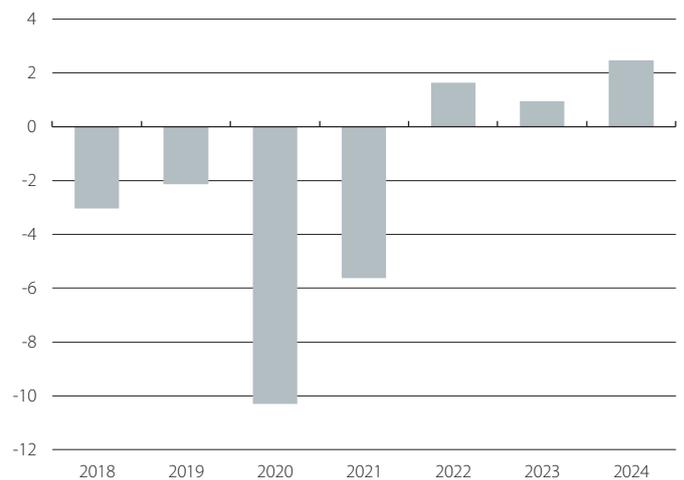
Var. trimestral (%)



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

Saldo orçamental (Contabilidade Nacional)

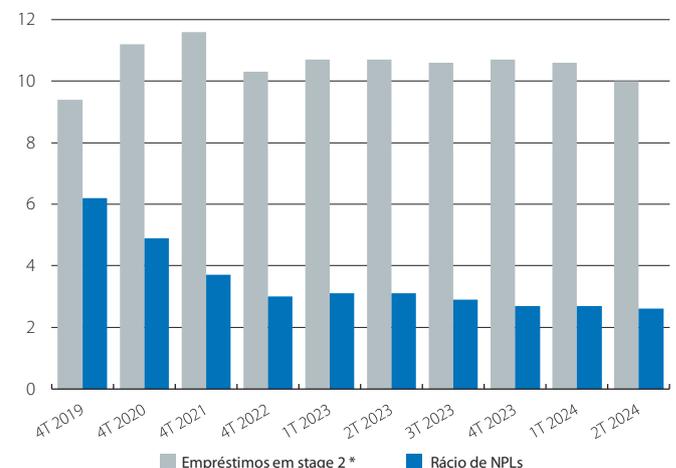
Saldo orçamental no 2T de cada ano (% do PIB)



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

Empréstimos em stage 2 e rácio de NPLs

(% do total de empréstimos)



Nota: * Empréstimos cujo risco aumentou significativamente, mas sem incumprimento.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do BdP.

A última década no mercado de crédito à habitação

O mercado de crédito à habitação passou por inúmeros desafios nos últimos anos: as alterações regulatórias (como a implementação de medidas macroprudenciais), a pandemia (pelo qual passou praticamente incólume) e a subida vertiginosa das taxas de juro (um contexto que se julgava esquecido). Este artigo será uma viagem ao passado, retornando ao pós-crise das dívidas soberanas. Será que alguma coisa mudou nestes 10 anos?

Os dados revelam que sim. De facto, se olharmos para um indicador como o rácio de transformação, neste caso relacionando o crédito à habitação com os depósitos das famílias, verificamos que nos últimos 10 anos houve uma redução, passando de 80% em 2014 para cerca de 56% em 2023. Ou seja, há 10 anos atrás, por cada 100 euros depositados pelas famílias, os bancos emprestavam 80 euros para financiar a compra de casa, reduzindo para pouco mais de 56 euros em 2023.

Adicionalmente, o número de contratos de crédito à habitação em carteira nos bancos tem seguido uma trajetória globalmente descendente nos últimos 10 anos: no final de 2023, havia mais de 1,35 milhões de contratos de crédito à habitação, um montante inferior aos cerca de 1,6 milhões de contratos existentes no final de 2014. Por outro lado, o número de novos contratos realizados em cada ano aumentou consideravelmente: em 2014, foram celebrados cerca de 28.500, o que compara com mais de 99.000 contratos realizados ao longo de 2023.¹ Ou seja, o número de novos contratos tem sido insuficiente para compensar o número de contratos que chega à maturidade e/ou os contratos que terminam antecipadamente.

Efetivamente, o número de reembolsos antecipados atingiu níveis expressivos: em 2023, realizaram-se mais de 247.600 reembolsos, mais 181.400² que o registado há 10 anos atrás. As famílias têm aproveitado a isenção temporária da comissão de amortização antecipada, as poupanças excedentárias constituídas durante a pandemia e a maior facilidade de utilização de poupanças alocadas em PPRs, para amortizar antecipadamente o crédito à habitação e reduzir o encargo mensal com a habitação num contexto de agravamento das taxas de juro. As famílias terão também aproveitado os anos de menores encargos com a prestação mensal da casa e num ambiente de crescimen-

1. Este número estará sobrestimado, uma vez que, em 2023, 27% das novas operações de crédito à habitação diziam respeito a transferências de créditos entre bancos. No último Relatório de Estabilidade Financeira (maio 2024), o Banco de Portugal explica que a isenção de comissão de reembolso antecipado e a atuação de intermediários de crédito explicam isto. Se corrigirmos o número de novos contratos em 2023 por esta percentagem daria um total de mais de 72.000 novos contratos.

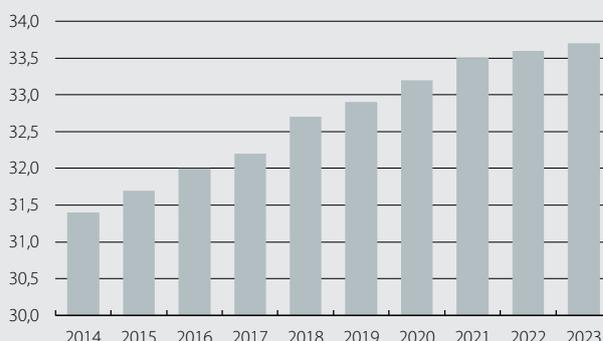
2. Este valor também estará sobrestimado. Estimamos que possa rondar os 145.000 se corrigirmos do efeito de transferências de crédito entre instituições e de renegociações.

to económico e robustez do mercado de trabalho para amortizar antecipadamente os seus créditos à habitação. Prova disso é a evolução do montante médio reembolsado em cada ano, que passa de cerca de 25.590 euros em 2014 para 46.600 euros em 2019. Já mais recentemente, com as poupanças excedentárias acumuladas durante a pandemia e em antecipação àquela que já era vista como provável subida das taxas de juro, o montante médio reembolsado antecipadamente chegou a superar os 48.000 euros em 2021 e 2022. Em 2023, apesar de ter reduzido para 45.340 euros,³ ainda se destaca largamente do registado há 10 anos atrás.

Outra alteração importante prende-se com a maturidade média dos empréstimos: o aumento dos preços das casas, ainda que num contexto de baixas taxas de juro, levou a que as famílias optassem por prazos de pagamento mais prolongados para reduzir o encargo mensal. De facto, enquanto, em 2014, o prazo médio das novas contratações rondou os 30,8 anos, o valor disparou para 33,4 anos em 2018, levando o Banco de Portugal a implementar um conjunto de medidas macroprudenciais nesse ano. Posteriormente, perante a inércia da convergência da maturidade média para o objetivo dos 30 anos, o BdP ajustou a medida macroprudencial em 2022 e a maturidade máxima passou a ser definida em função da idade do mutuário, rondando entre os 35 e os 40 anos. Este novo contexto permitiu que o prazo médio tivesse caído para 30,6 anos em 2023 nos novos contratos firmados nesse ano, ligeiramente abaixo do observado há 10 anos atrás. Olhando para a carteira (primeiro gráfico), essa convergência não é visível: o prazo médio passou de 31,4 anos em 2014 para

Maturidade média dos contratos de crédito à habitação

(Anos)



Nota: Maturidade média dos contratos existentes no final de cada ano.

Fonte: BPI Research, com base nos dados dos Relatórios de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho (BdP).

3. Este valor também estará sobrestimado, uma vez que parte dos reembolsos antecipados totalmente deveu-se às transferências de crédito entre bancos.

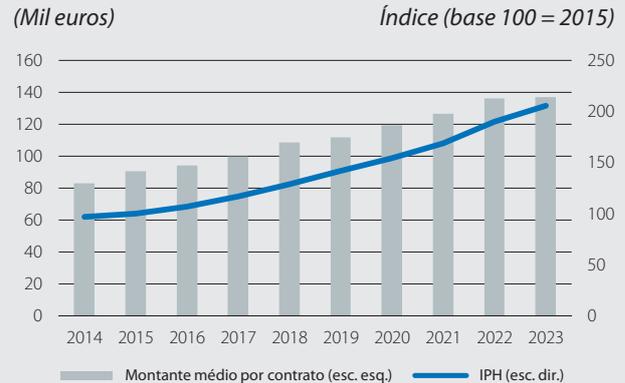
33,7 anos no ano passado, o que é explicado pela maturidade mais reduzida dos contratos que chegam ao fim (por decurso normal ou reembolso antecipado) e cada vez maior peso dos contratos mais recentes (de maior maturidade), e também perante as renegociações de crédito (as que envolvem um prolongamento da maturidade).

Por sua vez, o montante médio dos novos contratos de crédito à habitação aumentou, refletindo o aumento do preço das casas, passando de cerca de 82.940 euros para quase 137.000 euros. Isto influenciou também o saldo médio em dívida por contrato em carteira, ainda que o aumento, de mais de 20% para quase 73.000 euros, não seja tão expressivo, pelo efeito dos reembolsos antecipados, assim como o menor saldo em dívida dos contratos mais antigos.

A recente subida abrupta dos custos de financiamento acabou por exercer um impacto substancial na tipologia das taxas de juro contratadas. De facto, olhando para os novos contratos, a taxa de juro variável passou de representar quase 90% em 2014 para representar pouco mais de 42% em 2023. Isto aconteceu por via do aumento da importância da taxa mista, que passou de 8% dos contratos celebrados em 2014 para 45% no ano passado, e, ainda que em menor dimensão, pela maior preponderância da taxa fixa (mais de 12% em 2023, face a pouco mais de 3% há 10 anos atrás). O impacto na carteira não é, ainda, tão expressivo, pelo peso dos contratos mais antigos, mas esta desagregação também sofreu alterações: a taxa variável passou de representar quase 98% dos contratos em carteira, para representar 86,2% no final de 2023, com o maior ganho a ser sentido no caso da taxa mista (+8,9 p.p., para 10,6%). A importância assumida recentemente pelas taxas mista e fixa na carteira de crédito à habitação não tem paralelo em termos históricos.

No que diz respeito à taxa variável, a opção entre os indexantes também sofreu uma grande volatilidade ao longo dos últimos 10 anos. Em 2014, a Euribor a 6 meses era o indexante preferido nos novos contratos (em quase 64% dos contratos celebrados), seguindo-se a Euribor a 3 meses (cerca de 32% dos contratos). Neste contexto, mais de 53% dos contratos em carteira tinham como indexante a Euribor a 6 meses, e mais de 42% tinham a Euribor a 3 meses. No entanto, com a entrada das taxas de juro em território negativo em 2015, o indexante a 12 meses ganhou relevância (embora tenha entrado em território negativo, atingiu níveis menos negativos do que os registados nos outros dois indexantes e voltou a território positivo mais rapidamente). Este novo contexto levou a que a Euribor a 12 meses chegasse a atingir quase 94% dos novos contratos de crédito à habitação em 2018 e atingisse um peso de quase 29% dos contratos em carteira no final de 2022. No ano passado, o cenário retomou a uma situação semelhante à de 2014: a Euribor a 6 meses voltou a ser o principal indexante nos novos contratos de crédito à habi-

Evolução do montante médio dos novos contratos de crédito à habitação e dos preços das casas



Fonte: BPI Research, com base nos dados dos Relatórios de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho (BdP) e INE.

tação a taxa variável (mais de 72%), seguindo-se a Euribor a 3 meses (com quase 17%). No que diz respeito à carteira de crédito no final de 2023, 42,4% dos contratos a taxa variável tinham a Euribor a 6 meses como indexante, seguindo-se a Euribor a 3 meses (com 28,7%) e a Euribor a 12 meses, com 26,5%.

Por fim, outro aspeto relevante prende-se com a renegociação dos contratos de crédito. Em 2023, mais de 144.900 contratos tinham sido renegociados, um aumento expressivo face ao ano anterior (+266%) e que é explicado não só pelas medidas de apoio às famílias implementadas pelo Governo, como também a própria ação preventiva das mesmas, que procuraram renegociar os seus contratos e atenuar o encargo decorrente do aumento das taxas de juro. Esta atitude preventiva é visível no facto de quase 90% dos contratos renegociados não estarem associados a nenhuma situação de incumprimento. Estes dados contrastam com o verificado há 10 anos atrás: para além do número de contratos renegociados ser mais baixo (abaixo dos 35.000), também a percentagem de contratos renegociados que não estavam em incumprimento era menor (83%). Do número de renegociações efetuadas em 2023, a larga maioria foi apenas realizada uma alteração ao contrato, o *spread* (63%), contrastando com o que se verificava em 2014, em que o principal ajustamento era feito apenas no período de carência de capital.

Em suma, durante a última década, o mercado de crédito à habitação tem sofrido alterações significativas, tornando-se estruturalmente mais saudável, apesar dos desafios que elencámos. O maior grau de literacia financeira das famílias e a envolvente macroeconómica favorável dos últimos anos, em conjunto com um sistema bancário robusto, apoiando a economia, são elementos fundamentais na base desta evolução.

Vânia Duarte

O ano agrícola: recapitulando 2023 e perspetivando 2024

O ano agrícola de 2022, como já tínhamos dado nota em artigos anteriores,¹ foi marcado por quebras da produção animal e vegetal (associadas a condições meteorológicas adversas). Também quebra na rentabilidade do setor, pela combinação do recuo nos volumes de produção com aumento expressivo dos custos associados à atividade. Com a publicação pelo INE, no final de julho, das Estatísticas Agrícolas de 2023,² importa recapitular como se desenvolveu a atividade deste setor, e fornecer algumas pistas acerca de 2024.

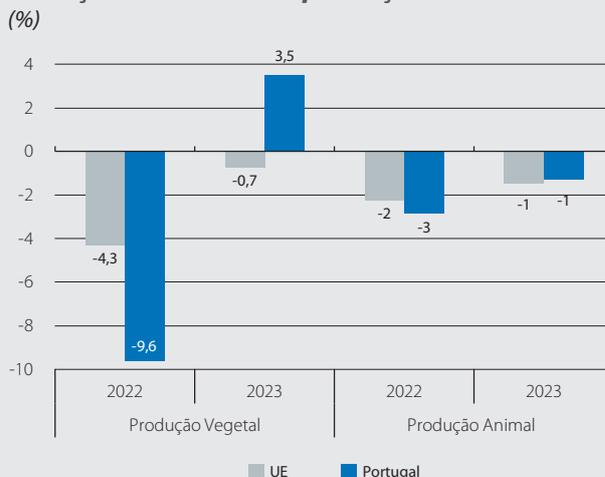
Evolução da produção

O ano agrícola 2022/2023 em Portugal foi considerado chuvoso (precipitação total de 947,8mm) mas a primavera de 2023 foi a segunda mais seca desde 1931 e a mais quente deste século. O contraste meteorológico deu-se também a nível regional: A norte do Tejo, os meses de novembro de 2022 a janeiro de 2023, bem como junho, setembro e outubro de 2023 tiveram precipitação acima da média mensal ocorrida nos últimos 20 anos agrícolas (2003 a 2022). A sul do Tejo, apenas os meses de dezembro de 2022 e junho, setembro e outubro de 2023 registaram precipitação acima da média (2003-2022), com fevereiro, março, abril, julho e agosto a apresentarem desvios negativos para a média superiores a 50%.

A precipitação acumulada no outono/inverno possibilitou alguma recuperação dos níveis de armazenamento das albufeiras e regadios privados, permitindo que a campanha de regadio decorresse com normalidade. Neste contexto, a melhoria ao nível da produção face a 2022 foi transversal a uma grande maioria de culturas. Destaque para três delas com grande relevância em superfície cultivada e/ou ao nível das exportações: a produção de vinho (aumentou em 11%, para o valor mais elevado desde 2001); a produção de azeite e tomate para indústria (segunda campanha mais produtiva de sempre em ambos os casos). A redução da produção de carne bovina (-5%) e suína (-4%) contribuíram para a redução do grau de auto-provisionamento³ do país no total das carnes, de 78,1% em 2022 para 75,4 em 2023. Nos bovinos, em particular, a dependência externa é mais vincada, com um grau de auto-provisionamento de apenas 50,7% (59,9% em 2022).

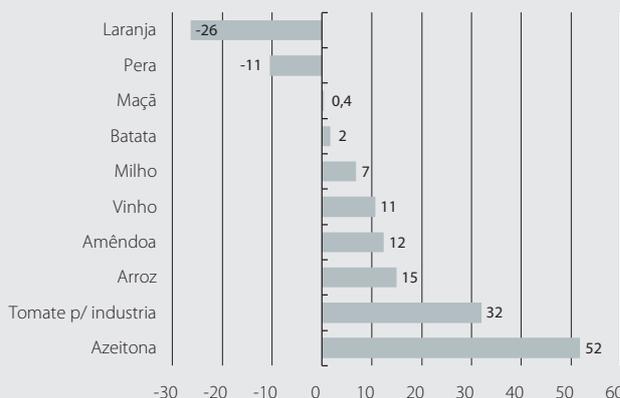
1. Ver o artigo «Setor Agroalimentar: semear o futuro entre seca e custos elevados» no relatório IM11 de 2023.
 2. O ano agrícola de 2023 vai de 1 de novembro de 2022 a 31 de outubro de 2023.
 3. Grau de auto-provisionamento é um quociente traduzido em percentagem, dado pela razão entre a produção interna (exclusivamente obtida a partir de matérias-primas nacionais) e a utilização interna total; mede, para um dado produto, o grau de dependência de um território, relativamente ao exterior (necessidades de importação) ou a sua capacidade de exportação.

Variação do volume de produção (%)



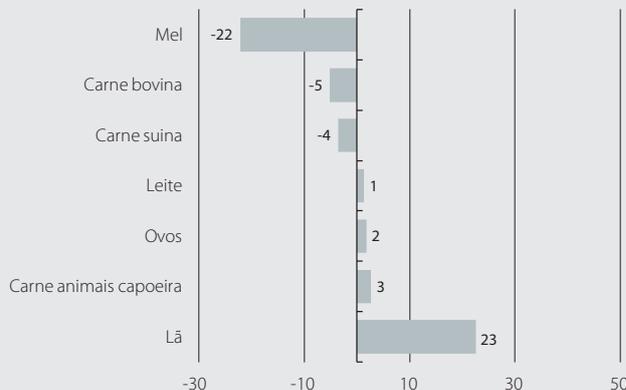
Nota: Variações a preços constantes.
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat.

Variação de volume de produção vegetal 2023 vs 2022 (%)



Nota: Refere-se à variação de toneladas produzidas.
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Estatísticas Agrícolas 2023).

Variação de volume de produção animal 2023 vs 2022 (%)



Nota: Refere-se à variação de toneladas produzidas, excepto leite (litros).
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Estatísticas Agrícolas 2023).

Evolução da rentabilidade

O rendimento líquido das empresas do sector agrícola incrementou 18,4% em 2023 em consequência do grande aumento do Valor Acrescentado Bruto (VAB) em termos nominais (+31,9%). Este aumento do VAB foi possível graças ao crescimento da Produção do ramo agrícola (+16,7%) superior ao do Consumo intermédio (+9,7%). De facto, os gastos com Energia e lubrificantes recuaram (-12,7%), assim como os gastos com adubos e corretivos do solo (-14,5%). Por outro lado, os gastos com alimentos para animais continuam a pressionar a margem do setor - aumentaram 20,2%, mesmo com um recuo do volume da produção animal. Com efeito, quando olhamos para o Índice de preços dos meios de produção na agricultura, os preços deste input aumentaram em média 8,3% face a 2022 e situam-se 76% acima do pré-pandemia.

O que esperar do ano agrícola de 2024

No presente ano agrícola (que se iniciou no final de outubro de 2023) a precipitação acumulada é superior à média dos últimos 20 anos, quer a norte do Tejo (+29%), onde se posiciona como o terceiro mais húmido, quer a sul do Tejo (+7%, face à média, e +30%, face ao ano hidrológico anterior). Assim, em junho de 2024 o volume de água armazenado nas principais albufeiras com aproveitamento hidroagrícola encontrava-se a 82% da capacidade total, valor superior ao registo médio de 1990 a 2023 (76%) e ao registo do ano anterior (71%).

Ao nível da produção animal, os registos até maio são globalmente favoráveis. As toneladas de gado abatido e aprovado para consumo público incrementaram 6,6% e nas aves e coelhos o aumento foi de 5,9%. Na produção vegetal aponta-se para aumentos de produtividade dos cereais de outono/inverno, em resultado das condições meteorológicas favoráveis registadas ao longo de todo o ciclo vegetativo. No tomate para a indústria prevê-se um bom ano. Por um lado, a área contratada entre a indústria e os produtores aumentou 9%. Por outro, deverá manter-se a produtividade de 2023, apesar da queda de granizo e da precipitação mais intensa terem afetado algumas áreas. Já na batata as plantações foram afetadas pela precipitação frequente e pelo frio, fazendo antever uma baixa produção pelo conjugar de baixa produtividade com redução de área cultivada.

No que diz respeito à rentabilidade do setor, a abundância de pastagem tem possibilitado que a alimentação dos animais em regime extensivo seja efetuada por pastoreio, não existindo necessidades de suplementação antecipada. Isto poderá traduzir-se na contenção da rubrica de Alimentos para animais que em 2023 muito contribuiu para o aumento dos gastos em Consumos Intermédios. Olhando para o Índice de preços dos meios de produção na agricultura, até março há uma redução face à média de preços

Valor acrescentado bruto e Rendimento da agricultura, a preços correntes

	Unidade: 10 ³ euros	
	2022	2023
Produção do ramo agrícola a preços de base	10.644,52	12.424,79
Consumo intermédio,	7.271,73	7.975,61
<i>Do qual:</i>		
Energia e lubrificantes	592,27	517,19
Adubos e corretivos do solo	509,41	435,56
Produtos fitossanitários	192,11	198,21
Alimentos para animais	3.455,70	4.152,20
Valor acrescentado bruto a preços de base	3.372,79	4.449,18
Consumo de capital fixo	995,49	1.085,20
Valor acrescentado líquido a preços de base	2.377,30	3.363,98
Outros impostos sobre a produção	54,01	56,78
Outros subsídios à produção	1.049,39	565,42
Rendimento dos fatores	3.372,68	3.872,62
Remuneração dos assalariados	1.203,27	1.343,28
Excedente líquido de exploração ou rendimento misto	2.169,41	2.529,34
Rendas a pagar	37,83	36,37
Juros a pagar	189,82	189,99
Juros a receber	15,41	15,03
Rendimento empresarial líquido	1.957,17	2.318,01

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Estatísticas Agrícolas 2023).

de 2023 nos adubos (-16%) e uma estabilização nos alimentos para animais. Já na energia e lubrificantes ocorreu aumento que se cifra em 4,4%.

Em suma, com os dados atuais o *outlook* para o presente ano agrícola é positivo, alicerçado na contenção dos custos de produção e condições meteorológicas mais favoráveis.

Tiago Bejeiro Correia

Consumo resiliente sem pressões nos balanços das famílias

O consumo privado representa praticamente 64% do PIB português, mostra grande resiliência e tem sido um dos pilares do crescimento económico.¹ E tudo indica que esta é uma resiliência saudável, não havendo sinais de que esteja a afetar a saúde financeira das famílias. Vários fatores estarão a contribuir para tal. A força do mercado de trabalho será o principal fator, mas também o aumento do património, em grande parte via valorização do parque imobiliário.²

Outros fatores que estão a impulsionar o consumo prendem-se com a entrada significativa de imigrantes e de estes estarem a ser absorvidos por setores de atividade com evoluções salariais mais favoráveis; adicionalmente, há sinais de que há uma recuperação generalizada do poder de compra por parte dos trabalhadores, quer nacionais quer estrangeiros.

Todos estes fatores refletem-se positivamente no crescimento da economia como um todo e, em particular do consumo, sem que isso se reflita numa deterioração dos indicadores de endividamento das famílias.

Os anos mais recentes foram marcados pelo aumento da imigração. Em 2023, entraram em Portugal 189,4 mil imigrantes, dos quais 129,5 mil «entraram» no mercado de trabalho com contrato de trabalho, contribuindo para que o número de trabalhadores estrangeiros por conta de outrem ascendesse a 495,2 mil. Face a 2019, estes números representam um crescimento médio anual de 18,7% no número de imigrantes e de 26,6% no número de trabalhadores estrangeiros por conta de outrem. Mais, em 2023 o número médio de trabalhadores estrangeiros representava 11,5% do total de trabalhadores por conta de outrem, o que compara com apenas 4,7% em 2019.

O cruzamento da informação relativa à distribuição dos trabalhadores estrangeiros por conta de outrem com a evolução da remuneração bruta nominal entre 2019 e 2023, mostra que cerca de 85% destes trabalhadores estavam em setores com crescimentos salariais superiores à média nacional.

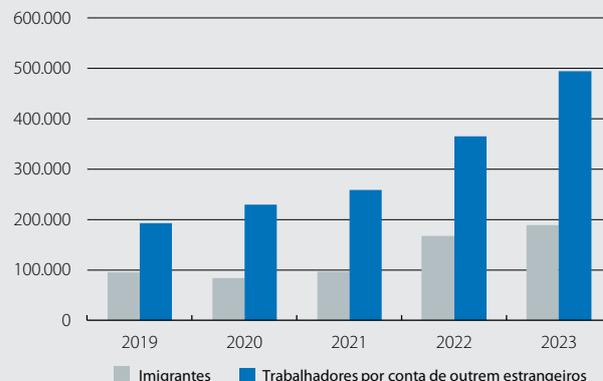
Mas os aumentos de remuneração, que estão a favorecer a recuperação dos rendimentos das famílias são extensí-

1. Nos cinco anos anteriores à pandemia 68% do crescimento foi explicado pelo consumo, mas nos anos pós pandemia esta percentagem tem vindo a diminuir, sendo que em 2023, já só explicava 46% do crescimento económico. Note-se que os cinco anos pré-pandemia, correspondem aos anos posteriores ao Programa de Ajuda Económica e Financeira de que Portugal beneficiou desde 2011 e que terminou em 2014 e que se caracterizou pela necessidade de correção de uma série de desequilíbrios, nomeadamente redução dos níveis de endividamento internos e externos, que se traduziu num período de contração económica, com o PIB a registar uma contração média anual de 1,5% entre 2011 e 2014, e o consumo privado a contrair 1,3%.

2. Ver no IM09 o focus: «Como se caracteriza a riqueza das famílias portuguesas?».

Imigrantes e trabalhadores por conta de outrem estrangeiros

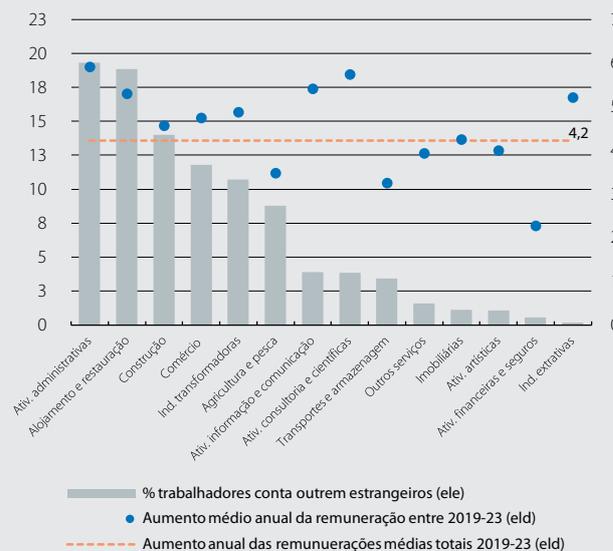
(Número de pessoas)



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

% de trabalhadores estrangeiros e remuneração nominal

(% do total de trabalhadores por conta de outrem, tv média anual)



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

veis a todos os trabalhadores, estrangeiros ou nacionais. Com efeito, as estatísticas do INE relativas à evolução da remuneração bruta real mensal por trabalhador, sugerem um movimento de recuperação dos rendimentos que se acentuou na primeira metade de 2024. Em termos médios anuais, o crescimento da remuneração real foi de 0,9% entre 2019 e 2024, sendo o movimento de recuperação particularmente acentuado após o período de maior inflação, em 2022.

Estes fatores têm favorecido a recuperação do rendimento e do consumo das famílias, sem que se observem desequilíbrios nos orçamentos familiares. Com efeito, os níveis dos dois agregados, deflacionados a preços de 2023, mos-

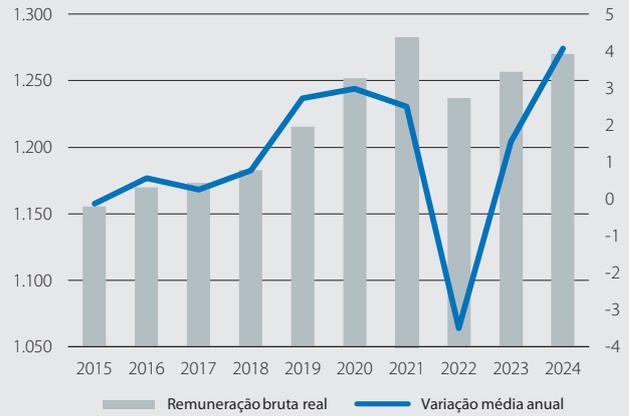
tram que o crescimento do consumo acompanha a evolução do rendimento disponível: ambos os agregados apresentam ritmos de crescimento médio anual de 0,9% entre 2019 e 2023.

Paralelamente, a dívida das famílias tanto em valor nominal como em percentagem do PIB diminuiu em 2023, o que muito provavelmente se relacionará com a decisão de amortizar crédito à habitação. Mas nos próximos anos é possível que este movimento se reduza e que se assista ao aumento do montante da dívida das famílias – desde o início do ano, o crédito a particulares já aumentou 1,1%, sendo expectável que a tendência de aceleração moderada continue beneficiando da recuperação do crédito para compra de casa – contudo este aumento deverá revelar-se relativamente contido, pelo que antecipamos que o rácio de dívida mantenha uma tendência descendente no médio prazo.

Em suma, nos últimos anos tem-se vindo a consolidar a perspetiva de evolução benigna do consumo privado como um dos principais motores do crescimento em Portugal, sem que com isso se criem novos desequilíbrios. Neste focus evidenciámos a entrada de população estrangeira e o facto de se concentrarem em setores com aumentos de remuneração superior à média nacional; a recuperação do poder de compra das famílias desde 2019, ultrapassando o período de inflação muito elevada em 2021-22; e a contenção da evolução da dívida das famílias, contribuindo para resiliência saudável do agregado de consumo privado.

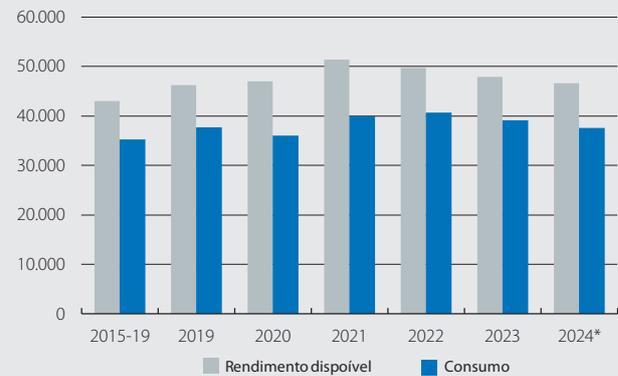
Teresa Gil Pinheiro

Remuneração real mensal por trabalhador
(euros, tvh)



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

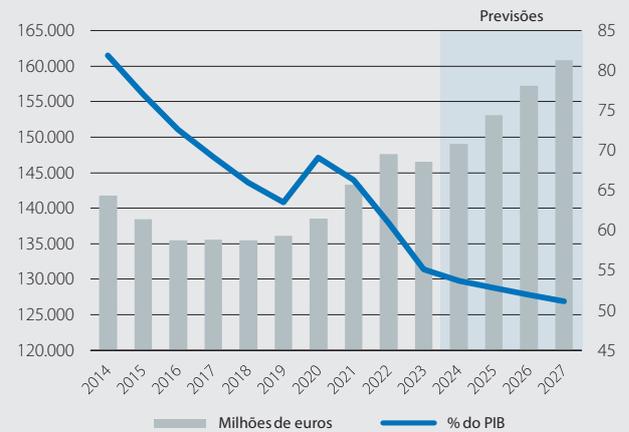
Rendimento disponível e consumo das famílias
(Mil euros a preços de 2023 e por agregado familiar)



Nota: * Valores relativos ao ano terminado no 1T, considerando que os agregados familiares aumentam ao ritmo médio de 2022 e 2023.

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

Dívida das famílias
(Milhões de euros, % do PIB)



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

Terão as remunerações recuperado do ciclo inflacionista?

Há um ano atrás, concluíamos que a população empregada estava a perder poder de compra face ao ciclo inflacionista iniciado no final de 2021.¹ No entanto, apontávamos também que o comportamento era distinto mediante o sector de atividade, sendo que, nalguns casos, a atualização do salário mínimo nacional, a escassez de mão-de-obra e a maior capacidade de negociação salarial justificavam melhores performances. Decorrido um ano, terão as remunerações já recuperado?

A imagem global...

A remuneração bruta real total (remuneração média mensal por trabalhador), indicador divulgado pelo INE que permite eliminar o efeito da inflação dos salários, aumentou cerca de 4% homólogo no primeiro semestre do ano corrente, atingindo uma média de 1.270 euros neste período (a preços de janeiro de 2014). Os dados do INE permitem-nos analisar com maior detalhe esta evolução, distinguindo entre o comportamento da remuneração regular, que inclui a remuneração base e outras rubricas frequentes, como o subsídio de alimentação ou as diuturnidades (e que será o foco da análise deste artigo, exceto quando indicado o contrário), e a remuneração base. Em ambos os casos, o aumento homólogo ficou próximo dos 4% no primeiro semestre, atingindo uma remuneração bruta mensal média de 1.056 euros no primeiro caso e de 990 euros no segundo. A análise seguinte focar-se-á na componente regular das remunerações.

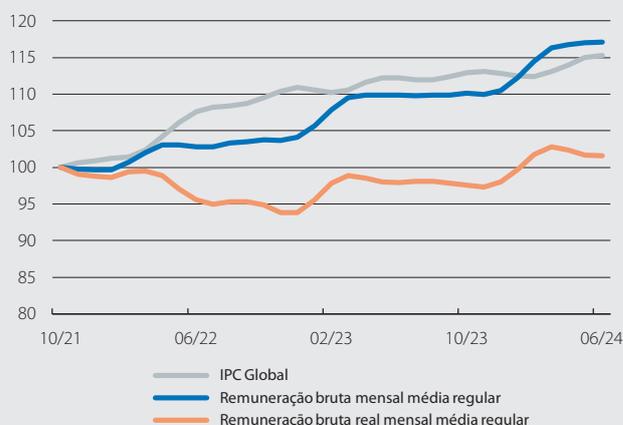
Estes resultados apontam para a recuperação do poder de compra da população empregada em Portugal, depois da queda despoletada pelo recente surto inflacionista. De facto, o início da queda da remuneração real aconteceu no último trimestre de 2021, permanecendo em território negativo durante 5 trimestres consecutivos. Só mais recentemente, no trimestre terminado em maio de 2023, é que os salários reais retomaram o terreno positivo, tendo acelerado especialmente no final de 2023 e início de 2024, com crescimentos acima dos 4% homólogo. Isto significa que a remuneração regular real por trabalhador já ultrapassou o montante registado aquando o início do ciclo inflacionista em Portugal (final de 2021), em cerca de 17 euros. Esta diferença excede os 160 euros se compararmos o comportamento da remuneração bruta real mensal média total. Este crescimento dos salários pode ser explicado não só pela pressão sobre a negociação salarial decorrente do aumento acentuado dos preços, como também por outros fatores, como o aumento do salário mínimo nacional, reposição de salários de funcionários públicos (algumas carreiras) e a escassez de mão-de-obra.

No entanto, o ritmo de crescimento parece estar a perder fôlego: de facto, depois de um crescimento de 4,4% no trimestre terminado em dezembro de 2023, a remuneração bruta real regular desacelerou para um crescimento de 3,9% no 1T e para 3,8% no trimestre terminado em junho. Esta trajetória reflete a normalização das variáveis

1. Para mais informações, ver focus «Estão as remunerações a acompanhar a evolução dos preços?», no IM10/2023.

Evolução das remunerações e da inflação

Índice (outubro 2021=100)



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

macroeconómicas, nomeadamente do mercado de trabalho e da inflação.

De facto, os dados do INE apontam para uma (já esperada) desaceleração da criação de novos postos de trabalho, com um crescimento homólogo de 1,2% na primeira metade do ano, face ao crescimento de 2,3% registado no conjunto de 2023. A nossa expectativa é que a criação de emprego continue a perder ímpeto e alguns dados parecem apontar nesse sentido: o emprego está a crescer a um ritmo bastante abaixo do início do ano (0,5% homólogo em julho, face a mais de 2% no início do ano), as ofertas de emprego colocadas nos centros de emprego continuam a cair de forma expressiva, mais de 20% face ao período homólogo, com o valor registado em agosto a ficar cerca de 40% abaixo do valor registado, em média, nos meses de agosto dos cinco anos pré-pandemia. Também o número de colocações, ou seja, as ofertas de emprego satisfeitas através de candidatos apresentados pelos centros de emprego, caiu mais de 6,0% até agosto.

Também o ritmo de crescimento dos preços está a normalizar: depois de ter registado um aumento de 7,8% em 2022, o índice de preços no consumidor desacelerou para 2,3% em média nos 12 meses terminados em agosto. Ou seja, o ponto de partida para a negociação salarial no próximo ano será consideravelmente mais baixo do que o que aconteceu nos dois anos anteriores. E o retorno da inflação ao patamar defendido pelos bancos centrais traz confiança em futuros processos negociais de salários, que deverão aproximar-se de novo da fasquia dos 2%.

...é distinta da análise sectorial

A análise global esconde disparidades entre as atividades económicas. Para esta análise vamos manter o foco sobre a componente regular das remunerações.

O momento que marca o início da perda do poder de compra decorrente do ciclo inflacionista e o que marca a recu-

peração dos salários é muito distinto entre as várias atividades económicas. No caso de alguns sectores, os salários já estavam a cair, em termos reais, antes desse momento; é o caso do sector das *utilities*,² atividades financeiras & seguros, transportes & armazenagem, Administração Pública & defesa e educação. Foi também nestes sectores que o período durante o qual os salários perderam poder de compra foi mais alargado, uma duração em torno dos 20 meses, e, no caso de quatro deles (exceto os transportes & armazenagem) a remuneração bruta mensal média real ainda não recuperou face ao registado antes do ciclo inflacionista.

Em sentido contrário, nas atividades de informação & comunicação e atividades de consultoria, científicas, técnicas & similares, o período durante o qual os trabalhadores perderam poder de compra foi o menor, de cerca de 9 meses, com o salário no trimestre terminado em junho a ser superior em mais de 50 euros face ao final de 2021. Ainda assim, os maiores aumentos reais registaram-se nas indústrias extrativas, transportes & armazenagem e atividades de saúde humana & apoio social, à volta de um adicional de 70 euros.

O terceiro gráfico mostra a evolução da remuneração regular não deflacionada com a evolução da inflação dos bens e dos serviços. Assim, para avaliar o comportamento da remuneração na agricultura e na indústria transformadora comparámos com o IPC dos bens, o que permite concluir, que, no caso da agricultura, o crescimento das remunerações desde o início do ciclo inflacionista está aquém do crescimento dos preços dos bens. No caso das atividades relacionadas com o sector terciário, comparámos a evolução da remuneração com o IPC dos serviços. O aumento da remuneração bruta mensal média regular excede o crescimento dos preços dos serviços em 10 sectores, destacando-se as atividades administrativas & serviços de apoio e as atividades de saúde humana & apoio social. Por sua vez, e em linha com o referido anteriormente, a remuneração das atividades financeiras & seguros está bastante abaixo do crescimento observado do IPC dos serviços.

Uma parte dos sectores onde o aumento da remuneração foi superior ao crescimento dos preços é também onde se verifica um crescimento mais expressivo do número de vagas de emprego por preencher face ao final de 2021, destacando-se as atividades administrativas & serviços de apoio. Ou seja, o crescimento assinalável das remunerações nalguns sectores poderá também ser justificado pela maior escassez de mão-de-obra que enfrentam.

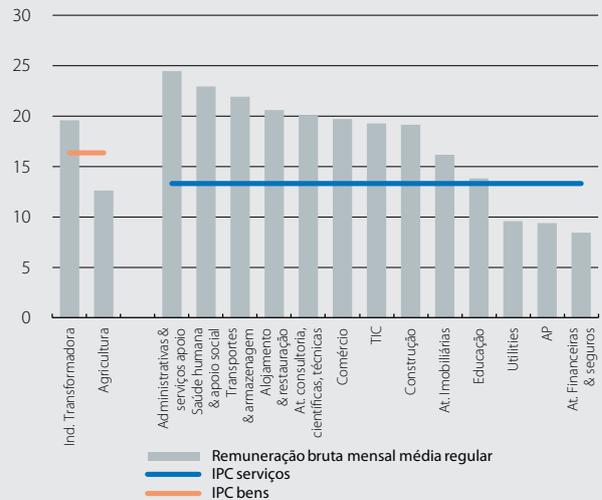
Em suma, a população empregada no geral já recuperou o poder de compra perdido durante o último ciclo inflacionista. No entanto, a conclusão é distinta mediante o sector de atividade, sendo que, nalguns casos, a atualização do salário mínimo nacional, a escassez de mão-de-obra e a maior capacidade de negociação salarial poderão justificar o aumento mais expressivo da remuneração.

Vânia Duarte

2. Este sector inclui eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio.

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

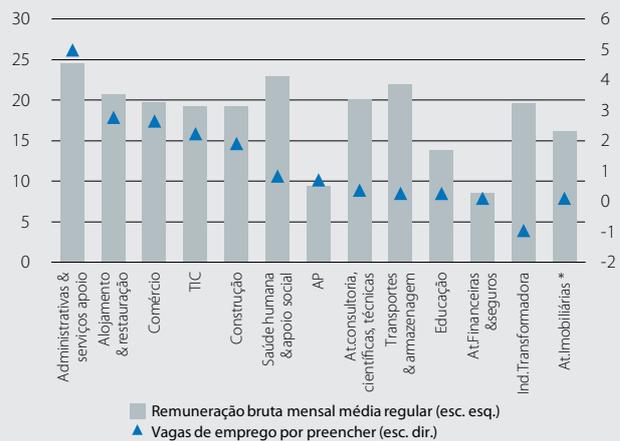
Varição face ao final de 2021 (%)



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

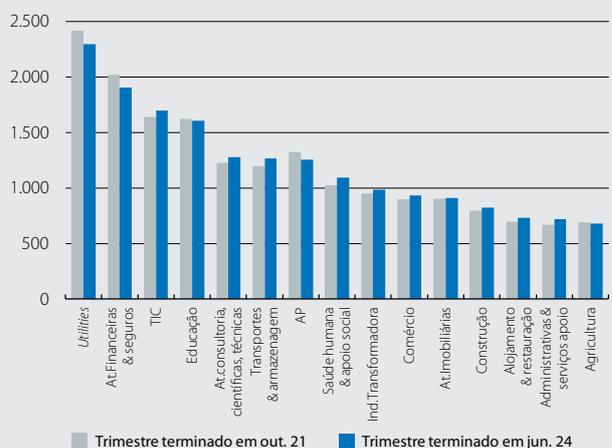
Evolução da remuneração e das vagas de emprego por preencher desde o início do ciclo inflacionista, por sector

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



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

Remuneração bruta mensal média regular, por sector (Euros)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	2,6	2,0	1,4	...	1,1	0,9	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	...	-3,9	-1,7	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-6,7	-6,5	-5,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	7,5	4,9	-19,6	6,1	...	13,4	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	...	7,4	8,2	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	...	9,4	8,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	-0,4	-1,6	0,8
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	...	2,4	5,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,4	2,2	1,7	1,5	...	1,6	1,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-15,4	-14,3	-13,1
Mercado de trabalho									
População empregada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	...	0,8	0,9	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	...	6,5	6,4	...
PIB	7,0	2,5	2,1	1,4	1,6	...	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Inflação global	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	2,5	1,9	2,1
Inflação subjacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,4	2,8

Setor externo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	...	-0,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	...	-3,7	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	3,6	5,1	5,8	...	6,3	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	3,3	4,6	5,3	...	5,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	0,4	0,5	0,6	...	1,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	7,2	8,8	9,2	...	9,6	...	...

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	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	...	5,1	5,8	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-14,8	-11,2	-4,6	...	-5,2	-7,5	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	14,8	20,2	17,7	...	17,3	22,5	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	...	15,0	10,2	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,6	2,9	5,6	...	5,4	6,0	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	...	0,2	0,5	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	...	-1,0	-1,2	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	...	0,2	0,9	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,2	2,0	2,7	...	3,3	3,7	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	...	-2,3	-3,4	...
TOTAL	1,6	-1,6	-1,6	-0,5	-0,5	...	0,1	0,4	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Refinitiv.

A economia espanhola, melhor do que pensávamos

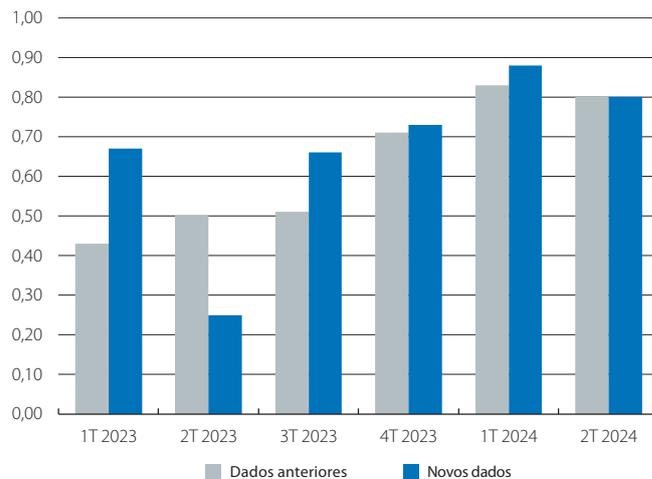
O INE revê em alta o crescimento dos últimos anos. No final de setembro, o organismo reviu o crescimento do PIB do 1T 2024 em 0,1 p.p. para 0,9% e manteve o crescimento do 2T 2024 em 0,8%. Este facto confirma o bom desempenho da economia espanhola no decurso deste ano, graças ao dinamismo da procura externa. O INE reviu também a trajetória de crescimento do PIB para o período 2020-2023. De um modo geral, os dados mostram que a recuperação da economia espanhola após a pandemia foi mais forte do que o estimado anteriormente. A análise também oferece uma nova perspetiva sobre o padrão de recuperação da economia após a crise da COVID-19. Os dados mostram, especificamente, que o consumo privado acumulou um crescimento de 1,4% desde o 4T 2019, o dobro da estimativa anterior, enquanto o investimento está agora 0,4% acima do nível pré-pandémico, em vez de 1,3% abaixo. Por conseguinte, embora a procura externa tenha sido o principal motor do crescimento durante a retoma, a contribuição da procura interna e externa foi mais equilibrada do que inicialmente estimado.

É neste contexto que as previsões de crescimento da economia espanhola de várias organizações e analistas estão a ser revistas em alta. O Banco de Espanha aumentou assim em 5 décimas de ponto percentual a sua previsão de crescimento do PIB em 2024, para 2,8%. O supervisor reviu em alta as previsões de crescimento para os dois anos seguintes, para 2,2% e 1,9%, respetivamente. Ainda durante o mesmo mês, o Governo melhorou as suas previsões para 2024 em 3 décimas de ponto percentual, para 2,7%, e em 2 décimas de ponto percentual para 2025 e 2026, para 2,4% e 2,2%, respetivamente. As previsões estão em conformidade com a revisão em alta do crescimento para 2,8% no nosso novo cenário (ver Focus «Previsões de crescimento do PIB de Espanha revistas em alta», no presente relatório).

Indicadores do 3T apontam para uma melhoria do consumo privado. Com informação disponível até à terceira semana de setembro, o indicador de consumo do BPI Research assinala uma melhoria do consumo das famílias, que cresceu 4,0% em termos homólogos (3,5% no 2T), graças a um aumento de 7 décimas de ponto no consumo presencial para 1,8%. As despesas de consumo aumentaram principalmente nos bens essenciais (5,6% em termos homólogos contra 5,0% no 2T), enquanto as despesas com transportes e estações de serviço registaram uma forte moderação (0,5% em termos homólogos contra 5,1% no 2T), em linha com a descida dos preços da gasolina. Quanto à oferta, o PMI da indústria transformadora inverteu três meses de declínio e, em setembro, subiu para 53, o nível mais elevado desde maio. Analogamente, o PMI dos serviços recuperou fortemente para 57, o melhor valor desde abril de 2023.

O mercado de trabalho abranda no 3T. A população ativa registou em setembro um aumento de 22.220 trabalhadores, em termos corrigidos de sazonalidade, fechando o 3T com um crescimento trimestral de 0,3%, 5 décimos de ponto abaixo do

Espanha: PIB Variação em termos trimestrais (%)



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

Espanha: PMI

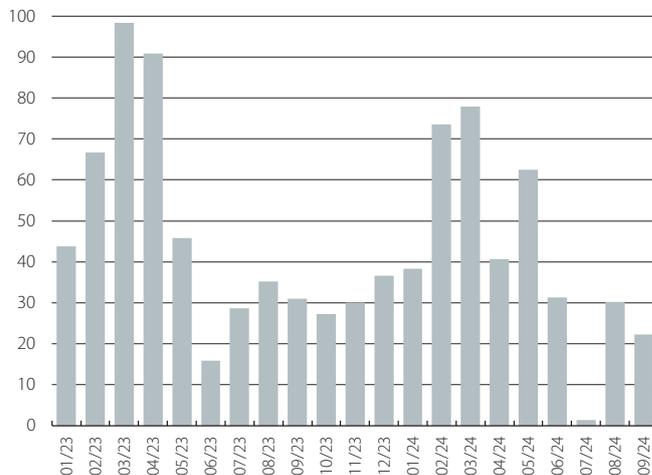
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Variação mensal (milhares) *



Nota: * Dados corrigidos de sazonalidade.

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

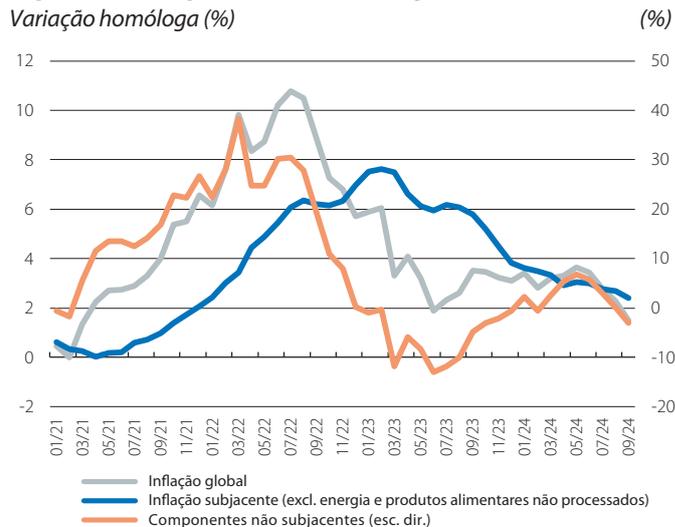
2T. O mercado de trabalho começou assim a mostrar sinais de moderação, depois de ter acelerado no 2T e de ter sustentado o crescimento da atividade espanhola durante os dois primeiros trimestres do ano. Após três meses de ligeiros aumentos, a taxa de emprego temporário voltou a descer: do total de inscritos no Regime Geral em setembro, 13,1% são temporários, menos 1,1 pontos do que no mês anterior e menos 0,9 pontos do que em setembro do ano passado.

A inflação surpreende ao situar-se em 1,5% em setembro. Em setembro, conforme a estimativa avançada do IPC publicada pelo INE, a inflação global desceu 8 décimas de ponto percentual para 1,5%, devido à descida dos preços dos combustíveis e, em menor escala, dos preços dos produtos alimentares e da eletricidade. Em contrapartida, a inflação subjacente, que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados, desceu 3 décimas de ponto percentual para 2,4% em setembro. Tanto os dados relativos à inflação global como à inflação subjacente surpreenderam em sentido descendente e apontam para uma nova descida da inflação dos produtos alimentares, prosseguindo a moderação registada nos últimos meses. Teremos, por outro lado, de aguardar a desagregação por componente em meados de outubro para verificar se houve uma queda na inflação dos serviços, que se manteve acima dos 3,5% até agora.

As famílias continuaram a poupar de forma intensiva. O rendimento disponível bruto das famílias aumentou 8,7% durante o 2T em relação ao mesmo trimestre do ano passado, um aumento que surpreendeu pela positiva e que é 2 pontos superior ao aumento das despesas das famílias (6,7%). Consequentemente, a taxa de poupança das famílias atingiu um novo auge pós-pandemia, com 13,4% do rendimento disponível bruto, muito acima da média de 7,2% registada entre 2015 e 2019. O valor do 2T é explicado pelo bom desempenho do mercado de trabalho, que levou a um aumento da massa salarial de 7,4%. Também no âmbito da revisão da série histórica, o INE reviu em alta a taxa de poupança das famílias para 2023 em 3 décimas de ponto percentual, para 12%.

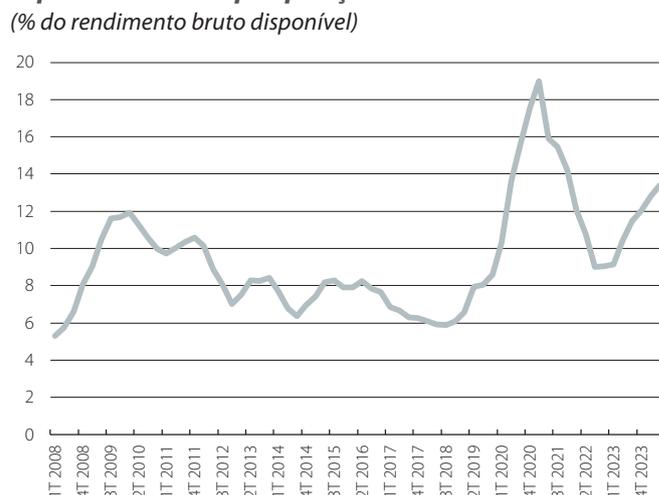
Procura de habitação surpreende pela positiva. Em julho, o número de transações de casa voltou a registar uma forte subida, de 19% em termos homólogos, após dois meses consecutivos de descida. O balanço anual revela uma diminuição das transações de 1,3% no ano até julho, embora se trate de uma ligeira descida em comparação com a descida de 6,1% no mesmo período do ano passado. Esse aumento em julho foi transversal ao tipo de habitação (39% nas habitações novas e 15,5% no caso das habitações em segunda mão) e às comunidades autónomas (apenas as Ilhas Baleares e Melilla registaram um decréscimo). Em resumo, num contexto de taxas de juro ainda elevadas, a procura continua a ser um pouco mais forte do que o previsto (cerca de 579.000 transações de venda foram concluídas nos últimos 12 meses), o que se repercute nos preços. No 2T, os principais indicadores de preços da habitação registaram uma aceleração, como é o caso do valor de avaliação da habitação livre publicado pelo MIVAU (1,6% em termos trimestrais vs. 1,3% no 1T) ou do preço da habitação do INE (3,6% em termos trimestrais vs. 2,6% no 1T).

Espanha: componentes da inflação



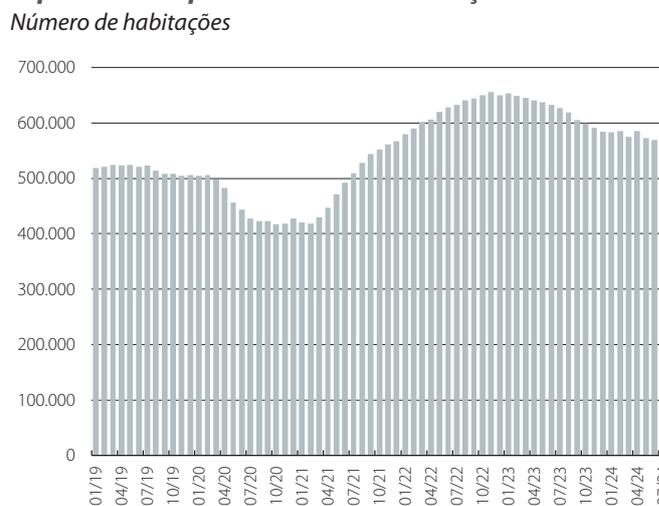
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: taxa de poupança das famílias



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

Espanha: compra e venda de habitações



Nota: Acumulado de 12 meses. Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Previsão de crescimento do PIB em Espanha revista em alta

Após a última atualização do cenário macroeconómico, em junho deste ano, incorporamos a nova informação disponível e revisitamos os principais fatores que dominam o cenário.

O melhor ponto de partida

No 2T 2024, a economia espanhola voltou a surpreender positivamente, crescendo 0,8% em termos trimestrais, um ritmo de crescimento dinâmico e superior aos 0,2% registados na Zona Euro. Esta surpresa é acompanhada de uma revisão em alta da série histórica. Segundo as novas estimativas do INE, entre 2019 e o 2T 2024, o PIB registou um crescimento de 5,7%, 1,0 p.p. acima da estimativa anterior. Uma parte desta revisão em alta do crescimento concentra-se em 2023, ano em que o PIB cresceu 2,7% em vez dos 2,5% anteriormente estimados.

Por conseguinte, durante o primeiro semestre deste ano, a economia espanhola manteve um ritmo dinâmico de crescimento, apesar dos muitos fatores que a contrariaram, como a estagnação da economia alemã, a inflação e as taxas de juro ainda em níveis elevados. Subjacente a este desempenho positivo estão elementos como o bom desempenho do mercado de trabalho e os excelentes dados do turismo internacional, que mais uma vez excederam as expectativas. A procura interna tem mantido um ritmo de crescimento mais modesto, mas o consumo privado tem vindo a reativar-se e, nos últimos trimestres, tem crescido mais rapidamente do que o PIB. Apesar de ter crescido trimestralmente acima do PIB no 2T, o investimento está apenas 0,4% acima dos níveis do 4T 2019 e o consumo privado está 1,4% acima, apesar de um aumento de 3,1% da população durante o mesmo período.¹

Os primeiros dados relativos à atividade no 3T estão a ser disponibilizados como esperado, apontando para um ritmo de crescimento dinâmico, mas um pouco mais suave do que no primeiro semestre do ano.

É de salientar que, nos últimos anos (2022-2023), a procura externa e o consumo público foram os principais motores do crescimento, mas estes deverão dar lugar ao consumo privado e ao investimento, dado que estas componentes são impulsionadas pela recuperação do poder de compra das famílias, pela descida das taxas de juro e pela boa situação financeira das famílias e das empresas.

Revisão dos pressupostos subjacentes ao cenário

Os pressupostos subjacentes ao cenário mudaram numa direção que reforça a narrativa de que o consumo e o investimento devem ganhar proeminência em detrimento da procura externa.

Primeiramente, prevemos que as condições financeiras sejam um pouco mais favoráveis do que anteriormente considerado e que os cortes nas taxas de juro ganhem alguma velocidade em comparação com o nosso cenário ante-

rior. A inflação na Zona Euro tem vindo a moderar e espera-se que atinja o objetivo de 2% do BCE no segundo semestre de 2025. Perante este contexto, o nosso cenário atual prevê quatro reduções de taxas de 25 p.b. em 2025, mais uma do que no cenário anterior, o que levaria a taxa *depo* para 2,25% no final de 2025.

No que respeita ao preço do petróleo, a materialização do abrandamento económico na China e as expectativas de um possível aumento da produção da OPEP conduziram a uma queda significativa do Brent nos últimos meses, o que nos leva a rever em baixa a trajetória do preço do crude em 2024 e 2025, para um preço médio de 80,4 dólares por barril em 2024 (menos 7 dólares do que no cenário anterior) e abaixo dos 75 dólares por barril em 2025 (também menos 7 dólares), o que tem um impacto positivo na nossa economia, dado que somos um importador líquido de petróleo. No domínio da energia, no entanto, este impacto positivo do petróleo é parcialmente compensado pela revisão em alta dos preços do gás, devido à possível reorientação dos fluxos de gás da Rússia através da Ucrânia.²

Em termos de atividade nos mercados externos, a economia mundial permanece robusta, embora as perspetivas para a última parte do ano tenham enfraquecido. Na Zona Euro, revimos a previsão de crescimento para 2024 em -0,1 p.p. para 0,7% e em 2025 em -0,4 p.p. para 1,3%, principalmente devido à fraqueza alemã. Este cenário ligeiramente mais adverso reforça a ideia de que o crescimento das exportações espanholas irá desacelerar em 2025.

Perspetivas

Os bons dados do segundo trimestre, em conjunto com a revisão em alta da taxa de crescimento de 2023, levam-nos a rever em alta a nossa previsão de crescimento do PIB para 2024 no seu conjunto para 2,8% em termos homólogos (mais 0,4 p.p. do que no cenário anterior). Em relação a 2025, os dados mais recentes e o contexto global discutido na secção anterior reforçam os fatores que sustentam um crescimento do PIB de 2,3%, dinâmico mas ligeiramente inferior ao de 2024.

Relativamente à inflação, os dados mais recentes confirmam o nosso cenário anterior e as alterações são pouco significativas. Nomeadamente, revemos em baixa a inflação média em 2024, de 3,2% para 3,0%, devido a uma inflação dos produtos alimentares, energéticos e industriais melhor do que a prevista. Em contrapartida, a inflação dos serviços está a revelar-se mais persistente do que o previsto, o que limitou o âmbito da revisão. Numa análise prospetiva até 2025, mantemos a nossa previsão de uma inflação média de 2,5%.

O novo cenário para a economia espanhola, para além dos dados agregados, reflete uma mudança progressiva no padrão de crescimento. A procura externa (ver o primeiro gráfico) cederá gradualmente o lugar à procura interna.

2. Ver Focus «Deterioração moderada das expectativas de crescimento da economia internacional», no mesmo relatório.

1. Dados das Estatísticas Contínuas da População do INE.

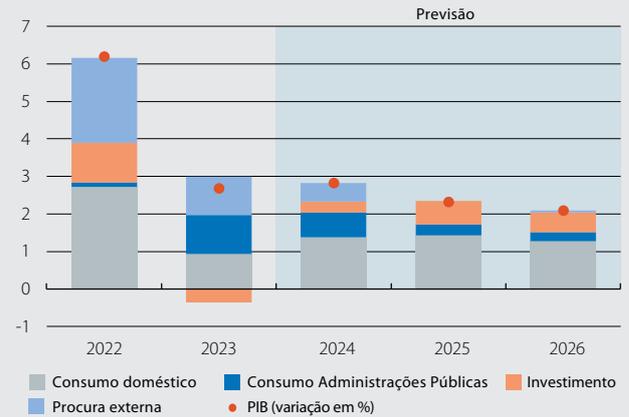
Não surpreende que a Zona Euro esteja a manter taxas de crescimento muito modestas, enquanto as economias dos EUA e da China estão a abrandar. Já o setor do turismo, depois de ter recuperado e ultrapassado largamente os níveis anteriores à pandemia, deverá também normalizar o seu ritmo de crescimento, embora continue a ser dinâmico.

Ao nível da procura interna, prevê-se que o consumo privado cresça mais de 2% em 2024 (mais 1,7% em 2023) e acelere ligeiramente em 2025. Os fatores subjacentes à retoma do consumo são a recuperação do poder de compra e a descida das taxas de juro. Em termos prospetivos, o consumo tem margem para crescer mais fortemente, dada a elevada taxa de poupança das famílias no contexto do forte aumento do rendimento bruto disponível nos últimos trimestres (que cresceu 9,8% em termos homólogos no primeiro semestre de 2024, muito acima da inflação e da taxa de criação de famílias). Prevemos, por outro lado, que o investimento ganhe dinamismo em 2025, apoiado pelo ciclo de descidas das taxas de juro e por uma maior tração na execução dos fundos Next Generation EU (NGEU).

As boas perspetivas do nosso cenário não se limitam ao crescimento da atividade. O mercado de trabalho, embora em ligeira moderação após o excelente desempenho no primeiro semestre do ano, continuará a contribuir para impulsionar a procura interna. Em particular, esperamos que o número médio de novos empregados atinja quase 500.000 em 2024 e ultrapasse os 400.000 em 2025. A taxa de desemprego prevista mantém-se em 12,2% em 2024 e 11,6% em 2025, tal como no cenário anterior. O acentuado crescimento da população ativa, com uma média de 1,6% por ano em 2024 e de 1,5% em 2025, limitará a descida da taxa de desemprego, apesar da forte criação de emprego.

Os riscos associados ao novo cenário de previsões são significativos. O consumo e o investimento poderão crescer a um ritmo mais rápido do que o previsto, se as reduções das taxas de juro acelerarem ou se as famílias libertarem mais fortemente as poupanças acumuladas. Os principais riscos negativos são geopolíticos. Na frente internacional, um novo agravamento do conflito no Médio Oriente poderá

Espanha: contribuição para o crescimento do PIB (p. p.)

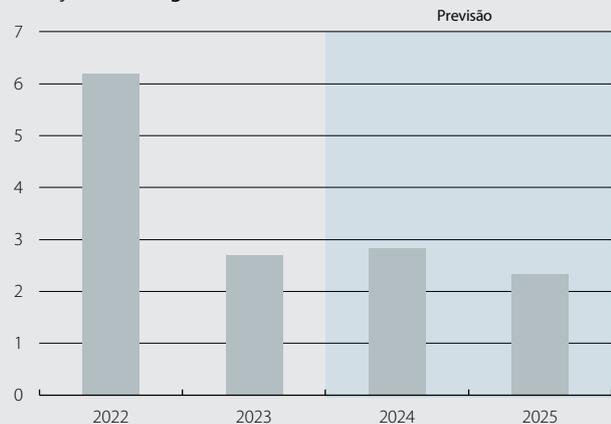


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

conduzir a uma subida acentuada dos preços do petróleo e inverter a moderação da inflação, com o consequente impacto na atividade económica. Além disso, um agravamento da situação da locomotiva alemã em dificuldades ou um aumento generalizado dos direitos aduaneiros em função do resultado das eleições americanas são outros riscos a ter em conta, para não falar do abrandamento da economia chinesa. A nível nacional, é importante que a aplicação dos fundos do NGEU ganhe força e apoie a recuperação do investimento das empresas.

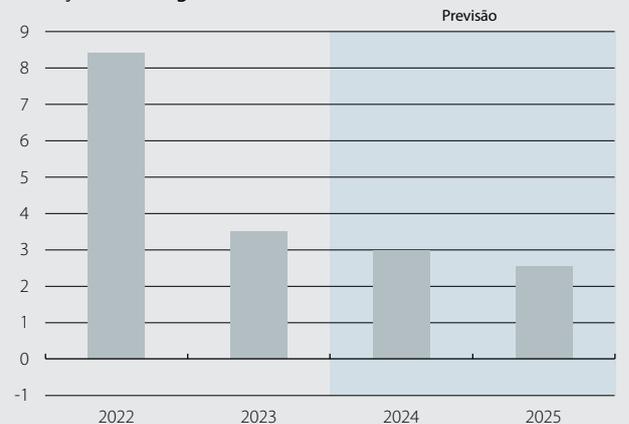
Para concluir, a economia enfrenta a reta final de 2024 e 2025 com perspetivas positivas. A economia espanhola tem enfrentado os principais desafios até à data, como o impacto da inflação e o aumento das taxas de juro, que começam a desvanecer-se. Inversamente, a progressiva recuperação do poder de compra das famílias, a sua sólida situação financeira e um contexto global que, embora se tenha deteriorado ligeiramente, mantém o ritmo, conduzem-nos a um cenário com perspetivas relativamente favoráveis.

Espanha: PIB
Variação homóloga



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

Espanha: inflação
Variação homóloga



O setor do turismo espanhol bate todos os recordes no verão de 2024

O verão de 2024 consolidou o setor do turismo espanhol como um dos principais motores da economia espanhola, ultrapassando praticamente todos os recordes históricos. Tais resultados devem-se à dinâmica de recuperação dos rendimentos nos países de origem, à estabilidade geopolítica em Espanha e à elevada competitividade internacional do setor do turismo. Não obstante a tendência crescente para a dessazonalização do turismo, os meses de julho e agosto registaram valores extraordinários que merecem uma análise detalhada.

Recorde histórico de dormidas

As dormidas em Espanha atingiram níveis recorde este verão. Conforme os dados do INE, as dormidas aumentaram 1,9% em julho e 2,5% em agosto, em termos homólogos, e ficaram 3,2% e 1,3% acima dos níveis de 2019, respetivamente. Trata-se de valores que não só representam um máximo histórico, como ultrapassam significativamente as taxas homólogas observadas em 2023, que foram de 0,4% em julho e de 0,3% em agosto.

O turismo internacional, que demonstrou um dinamismo notável, foi o principal motor deste crescimento. O número de dormidas de visitantes estrangeiros aumentou 4,8% no conjunto dos meses de julho e agosto, em comparação com o mesmo período do ano passado, ultrapassando em 2,6% os níveis de 2019. Em contrapartida, as dormidas de turistas nacionais registaram uma ligeira contração de 1,2% em julho e agosto. Porém, importa referir que, apesar desta diminuição, os níveis continuam elevados, com aumentos de 1,7% em relação a julho e agosto de 2019.

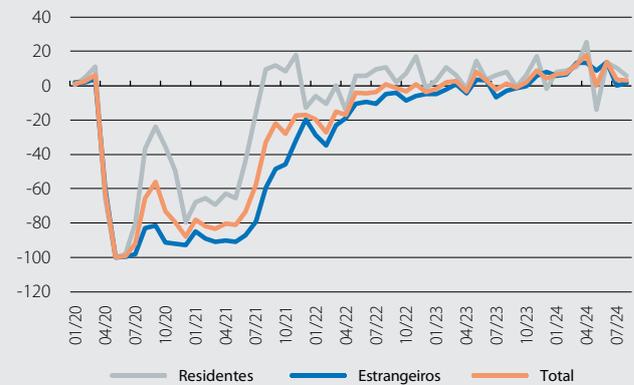
De salientar que o crescimento das dormidas durante os meses de verão foi inferior ao verificado no primeiro semestre do ano, em que se registou um aumento total de 6,8% (1,4% nacional e 9,8% internacional). Este abrandamento relativo resulta da já referida dessazonalização do turismo, que redistribuiu os fluxos turísticos ao longo do ano. Realçamos que a tendência para a dessazonalização é um sinal positivo para o setor, dado que ajuda a reduzir a sazonalidade laboral e permite uma maior utilização do capital investido em infraestruturas turísticas.

Chegadas internacionais: aumento generalizado

As chegadas internacionais também deram excelentes notícias. Segundo os dados do Frontur do INE, as chegadas de turistas estrangeiros em julho e agosto foram 8,9% superiores às de 2019. Este crescimento é transversal e é suportado pelo excelente desempenho dos turistas da UE, que aumentaram 14,3% em julho e agosto, e das Américas, com aumentos de 30,3% nos mesmos meses.

Espanha: dormidas de turistas

Varição em relação ao mesmo mês de 2019 (%)

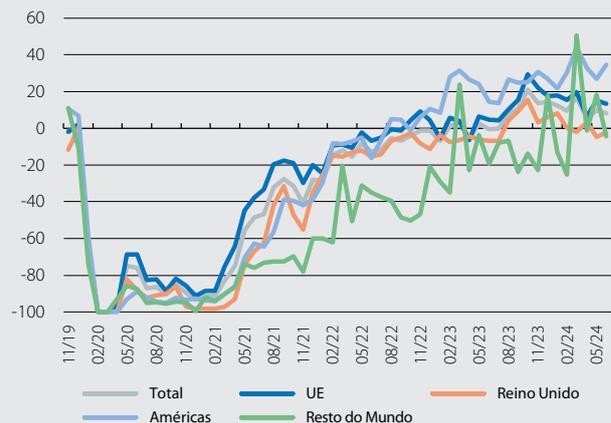


Notas: Dormidas em estabelecimentos hoteleiros, apartamentos turísticos, agroturismo e campismos.

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

Espanha: chegadas de turistas internacionais

Varição em relação ao mesmo mês de 2019 (%)



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

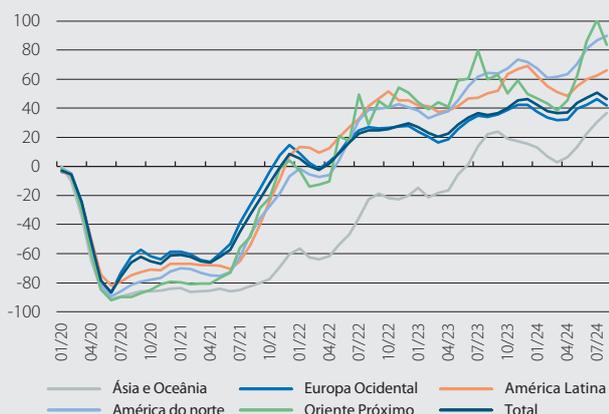
O Reino Unido, entre os principais mercados emissores, apresenta um desempenho algo desfasado, com descidas de 3,6% em julho e agosto, em comparação com 2019. Embora os turistas britânicos estejam a aproximar-se dos níveis anteriores à pandemia, ainda não recuperaram totalmente o atraso. Esta tendência pode ser influenciada por fatores como as incertezas económicas pós-Brexit e as flutuações da taxa de câmbio da libra esterlina. No entanto, o aumento do afluxo de turistas provenientes de mercados distantes, como a América do Norte e a América Latina, revela um interesse crescente pela Espanha como destino turístico de longo curso.

Aumento substancial das despesas de turismo

As despesas turísticas são extremamente positivas, dado que os bons números em termos reais se conjugam com o

Espanha: despesas de turismo internacional

Variación em relação ao mesmo mês de 2019 (%)



Fonte: BPI Research.

aumento dos preços no período pós-pandemia. A análise do consumo turístico baseia-se em dados internos do CaixaBank Research que refletem as transações – devidamente agregadas e anonimizadas – efetuadas com cartões internacionais nos terminais POS do CaixaBank. Segundo os dados, as despesas internacionais em julho e agosto de 2024 foram 50,4% e 46,2% superiores aos níveis de 2019, respetivamente.

É de salientar o crescimento das despesas provenientes da América do Norte, com aumentos de 86,6% em julho e de 89,9% em agosto. A América Latina também apresenta um desempenho sólido, com aumentos de 62,5% e 66,0% nos mesmos meses. Os números revelam não só um maior número de visitantes, mas também um aumento das despesas por turista, o que tem um impacto económico significativo no setor.

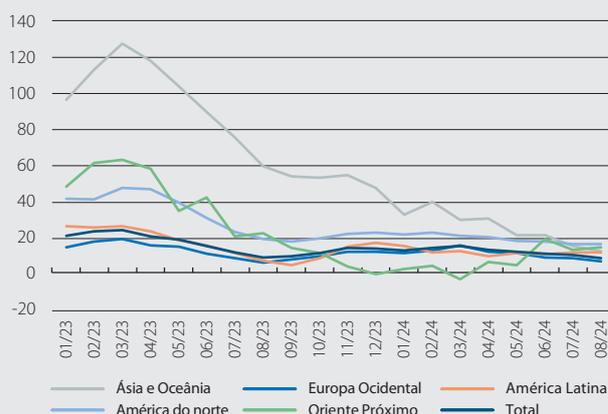
A Ásia e a Oceânia, por outro lado, registam aumentos mais moderados das despesas e estão 30,6% e 36,5% acima de 2019 em julho e agosto, respetivamente. No entanto, as taxas de crescimento homólogas são robustas, com aumentos de 14,6% em julho e 11,6% em agosto. Tal crescimento sustentado indica o potencial para um maior reforço à medida que estes mercados continuam a recuperar. Em 2030, de acordo com a OMT, a Ásia receberá mais 165% de turistas do que em 2010, em comparação com um crescimento de 64% na Europa.¹ Por conseguinte, a capacidade de atrair turistas destes mercados emergentes será crucial para a diversificação e a resiliência do setor a longo prazo.

Desafios e oportunidades no mercado asiático

O desempenho relativamente moderado do turismo asiático deve-se principalmente à recuperação mais lenta do turismo da China e do Japão. As despesas turísticas destes

1. Ver World Tourism Organization, «Tourism towards 2030/Global Overview».

Variación homóloga (%)

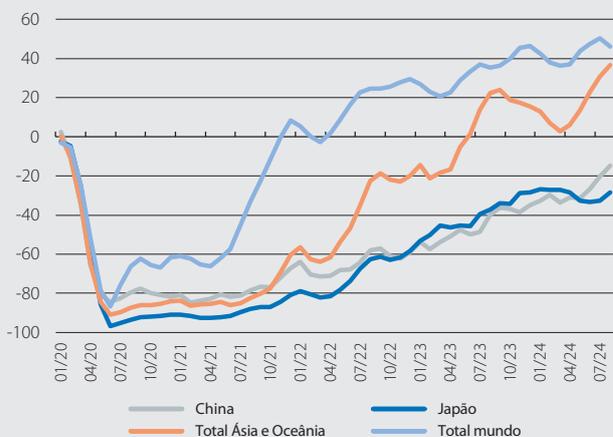


países ficaram para trás, com níveis de despesas ainda inferiores aos registados em 2019. Relativamente à China, as despesas turísticas ficaram 20,5% em julho e 14,8% em agosto abaixo dos registos dos mesmos meses de 2019. O Japão apresenta registos mais baixos do que em 2019, -32,6% em julho e -28,4% em agosto.

A recuperação lenta do turismo chinês deve-se em grande parte ao levantamento tardio das restrições relacionadas com a COVID-19 no país e aos problemas da economia chinesa e ao seu impacto na confiança das famílias. Os indicadores apontam, no entanto, para uma retoma significativa, com um crescimento homólogo de 55,2% em julho e de 42,8% em agosto. Adicionalmente, a retoma de ligações aéreas diretas, como a rota Xangai-Barcelona em agosto de 2024, reforça as expectativas de um crescimento robusto a curto e médio prazo.

Espanha: despesas de turismo da Ásia

Variación em relação ao mesmo mês de 2019 (%)

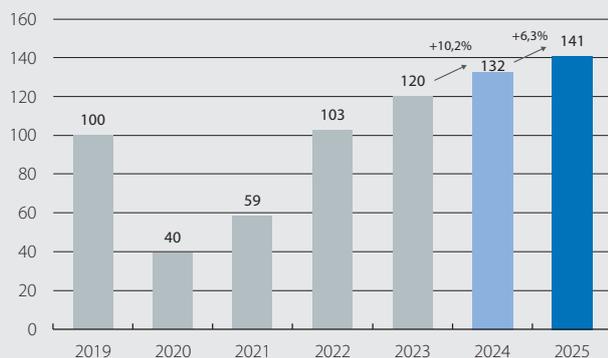


Fonte: BPI Research.

Espanha: evolução do PIB turístico

Termos nominais

Índice (100 = 2019)



Nota: Previsões a partir do 3T 2024.

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

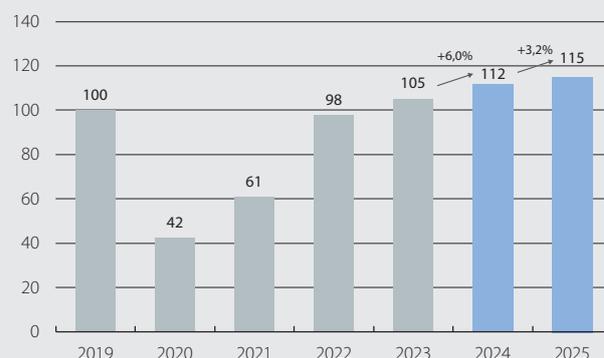
No caso do Japão, o iene fraco teve um impacto negativo no poder de compra dos turistas japoneses no estrangeiro. Prevê-se que o iene recupere algum do seu valor nos próximos anos, o que poderá impulsionar novamente o turismo japonês em Espanha. O reforço das condições económicas e monetárias no Japão será um fator-chave para a revitalização deste mercado.

Projeção do PIB do turismo

Tendo em conta a forte época de verão, revimos em alta as nossas previsões de crescimento para o setor. Calculamos que o PIB do turismo crescerá 6% em 2024 em termos reais, 12% acima dos níveis de 2019. O aumento, em termos nominais, é de 32%, o que reflete não só um maior volume de atividade, mas também um aumento dos preços e do valor acrescentado gerado pelo setor. O verão de 2024 consolida o setor do turismo como um elemento de crescimento da economia espanhola. Estimamos que o crescimento de 6% do PIB turístico contribuirá com 0,76 p.p. de crescimento para o PIB espanhol em 2024, representando 27% do crescimento deste ano. Calculamos que o PIB do turismo atingirá um peso de 13% do PIB total este ano.

Termos nominais

Índice (100 = 2019)



Para além de 2024, esperamos que o setor do turismo continue a expandir-se em 2025, com um crescimento de 3,2% em termos reais. A recuperação do rendimento disponível bruto nos países emissores, à medida que o *choque* inflacionista se dissipou finalmente, e a perceção de estabilidade geopolítica em Espanha continuarão a impulsionar o setor nos próximos trimestres. Esperamos que a tendência de dessazonalização se mantenha e que se registre um crescimento mais forte fora da época alta. O bom momento do turismo torna ainda mais pertinente o debate sobre a sustentabilidade e a aposta num turismo de qualidade, o grande desafio do turismo em Espanha a médio prazo.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	-1,1	-2,1	-0,8	-0,4	0,1	-0,4	-0,1	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,5	-8,2	-8,1	-5,1	-5,5	-4,3	-3,4	-0,7
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	47,3	45,9	50,7	52,8	51,0	50,5	53,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,3	4,3	0,8	2,9	4,0	4,8	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,1	-3,5	-9,3	-10,5	-9,6	-7,7	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	4,5	4,2	6,3	7,8	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	21,9	18,9	15,8	14,3	13,7	12,8	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	50,9	51,2	54,3	56,6	53,9	54,6	57,0
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,3	2,5	2,0	2,8	1,1	0,4	1,1	2,3	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	6,9	11,9	4,2	9,6	3,4	-6,5	6,3
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-16,1	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-15,0	-12,3
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,6	3,1	3,4	3,6	3,0	2,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	13,0	12,2	11,9	11,8	12,3	11,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ³	3,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,4	2,3	2,3
PIB	6,2	2,7	2,2	2,3	2,5	3,1	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Inflação global	8,4	3,6	2,8	3,3	3,1	3,5	2,8	2,3	1,5
Inflação subjacente	5,1	6,1	6,0	4,5	3,5	3,0	2,8	2,7	2,4

Setor externo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	4,5	-1,4	-6,9	-4,9	-3,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-1,2	-7,2	-9,8	-7,1	-6,2	...	...
Saldo corrente	4,8	39,8	36,3	39,8	41,2	45,3	47,8	...	...
Bens e serviços	12,1	58,8	52,6	58,8	60,5	65,4	68,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-19,1	-16,3	-19,1	-19,2	-20,2	-20,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	17,5	56,0	50,5	56,0	56,0	61,4	63,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	3,1	0,3	-1,3	0,3	3,3	5,2	4,2	4,8	...
À vista e poupança	3,6	-7,4	-6,8	-7,4	-5,2	-1,9	-2,6	-1,5	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	100,5	74,4	100,5	96,7	68,0	58,6	52,9	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	-0,8	0,5	14,6	0,5	-4,6	-4,1	6,3	9,4	...
TOTAL	4,8	0,3	-0,2	0,3	2,7	4,5	4,4	5,1	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-0,4	-3,4	-3,5	-3,4	-2,6	-1,3	-1,1	-0,7	...
Empresas não financeiras	-0,7	-4,7	-4,8	-4,7	-3,6	-1,8	-1,7	-1,3	...
Famílias - habitações	-0,2	-3,2	-3,3	-3,2	-2,5	-1,5	-1,0	-0,7	...
Famílias - outros fins	0,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,3	0,5	...
Administrações Públicas	0,6	-3,5	-4,1	-3,5	-4,8	-2,7	-6,3	-7,5	...
TOTAL	-0,3	-3,4	-3,5	-3,4	-2,7	-1,4	-1,4	-1,2	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,4	3,4	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e esvaziado. 2. Estimativa EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. Depósitos públicos, excluindo acordos de recompra. 6. Dados de fim de 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, S&P Global PMI, 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

