

# IIM02

INFORMAÇÃO MENSAL  
FEVEREIRO 2023



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

MERCADOS FINANCEIROS  
*Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*A Europa beneficia de um inverno relativamente ameno*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*Sem o BCE, como vai Portugal financiar-se em 2023?*

*As chaves para o cenário macro de Portugal*

ECONOMIA ESPANHOLA  
*A poupança e a riqueza financeira das famílias espanholas diminuem*

## DOSSIER: ESPECIAL INFLAÇÃO: CHEGOU PARA FICAR?

---

*A inflação vai baixar? As grandes tendências para 2023*

*Como irá evoluir a inflação a longo prazo? Uma abordagem global*

*As dinâmicas para 2023 da inflação em Portugal*

*Inflação importada em Portugal: caracterização e dinâmica recente*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Fevereiro 2023

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

### BPI Research (UEEF)

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

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

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### Enric Fernández

Economista Chefe

### José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

### Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

### Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

### Adrià Morron Salmeron e

### Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

### Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

3 de fevereiro de 2023

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *A Europa beneficia de um inverno relativamente ameno*

16 *EUA: aterra como consegures*

### 20 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *Sem o BCE, como vai Portugal financiar-se em 2023?*

25 *As chaves para o cenário macro de Portugal*

### 28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *A poupança e a riqueza financeira das famílias espanholas diminuem*

### 33 DOSSIER: ESPECIAL INFLAÇÃO: CHEGOU PARA FICAR?

33 *A inflação vai baixar? As grandes tendências para 2023*

35 *Como irá evoluir a inflação a longo prazo? Uma abordagem global*

37 *As dinâmicas para 2023 da inflação em Portugal*

39 *Inflação importada em Portugal: caracterização e dinâmica recente*

## Mercados financeiros vs. bancos centrais: uma visão diferente?

Os dados de crescimento do último trimestre de 2022 confirmaram o abrandamento acentuado e esperado da atividade global, causado pelos efeitos do aumento dos preços da energia e de uma política monetária mais restritiva. No entanto, este acentuado ajustamento em baixa do ciclo económico, longe de desencadear correções nos preços dos ativos financeiros, está a coincidir com os aumentos de quase dois dígitos dos mercados bolsistas desde o início do ano e as quedas acumuladas nos rendimentos das obrigações do Estado a longo prazo de cerca de 50 p. b. O aumento do apetite por risco surge quando os investidores antecipam que estamos a deixar para trás os piores cenários económicos desenhados após o Verão (estagflação global), uma vez que os desequilíbrios entre a oferta e a procura estão a ser encurtados e as pressões inflacionistas estão a ser gradualmente corrigidas.

A conclusão é que a parte mais difícil do trabalho dos bancos centrais está bem encaminhada, sendo que a procura interna já reflete os efeitos da subida das taxas de juro. O problema é que os mercados já estão a descontar, talvez prematuramente, uma alteração iminente da política monetária, confiando numa reviravolta rápida nas componentes mais tendenciais dos cabazes de preços ao consumidor. E a flexibilização das condições financeiras desencadeada por este movimento de «*risk on*» não favorece o atual combate das autoridades monetárias contra a inflação. Por enquanto, a política de comunicação está a tentar, com pouco sucesso, refrear estas expectativas de um volte-face nas taxas de juro (como evidenciado pela queda histórica diária das rentabilidades na Europa após o último aumento de 50 p. b. nas taxas oficiais). Os banqueiros centrais querem evitar um pico de instabilidade financeira no caso de surpresas adicionais nos preços.

Este jogo entre investidores e bancos centrais determinará o comportamento dos ativos financeiros em 2023, num contexto económico ainda sujeito a elevada volatilidade e incerteza. Especialmente quando, para além dos riscos já conhecidos (inflação, guerra na Ucrânia ou China), consideramos outros novos que surgem no horizonte, tais como o limite máximo da dívida dos EUA ou os efeitos que as mudanças na política monetária do Japão podem ter nas posições dos investidores japoneses em obrigações internacionais. Por conseguinte, parece demasiado prematuro comprar um cenário de aterragem suave que permitiria aos bancos centrais reduzir rapidamente as taxas de juro e manter intactas as tendências do mercado financeiro do início do ano.

Do lado positivo, o efeito riqueza favorável (e inesperado) das primeiras semanas do ano é combinado com a solidez que a maioria dos mercados de trabalho continua a demonstrar (mínimos em 53 anos na taxa de desemprego dos EUA), a solidez dos balanços do sector privado (com poupanças significativas ainda acumuladas pelas famílias nos EUA e na China), a melhoria das expectativas das famílias e das empresas desde novembro e, sobretudo, o bom desempenho do cenário energético nos últimos meses. Tudo isto se está a traduzir numa revisão generalizada, em alta, das previsões de atividade, quando todos pensávamos que este Inverno poderia levar precisamente ao oposto. No nosso caso, aumentámos a previsão de crescimento médio para a zona euro em 2023 de 0,2% para 0,5%, o que implica melhorias para países tão importantes como a Alemanha (de -0,2% para 0%), Itália (de -0,2% para 0,5%) ou Espanha (de 1% para 1,3%). Desta forma, estamos a afastar-nos de cenários que envolvem a destruição de postos de trabalho, embora as previsões continuem a estar sujeitas a um elevado grau de imprevisibilidade, refletindo o facto de estarmos num ano de transição em que as condições para um regresso a um certo grau de normalidade a partir de 2024 devem ser estabelecidas. Estamos, portanto, a alterar as previsões, mas não a narrativa, pois continuaremos a enfrentar um cenário muito complexo a curto prazo, com mais perguntas do que respostas sobre as mudanças que o ambiente económico enfrenta. E embora a melhoria do sentimento dos investidores seja de saudar, só será apoiada por um ajustamento em baixa da inflação que se espalhe para a maioria das componentes do cabaz, algo para o qual iremos certamente precisar de tempo e paciência.

## Cronologia

### JANEIRO 2023

- 1 Croácia entra na Zona Euro e no espaço Schengen.
- 8 A China reabre as fronteiras a viajantes estrangeiros depois de três anos.

### NOVEMBRO 2022

- 2 A Fed aumenta as taxas de juro oficiais em 75 p.b.
- 15 A população mundial chega aos 8.000 milhões de pessoas.

### SETEMBRO 2022

- 8 Morre a Rainha Isabel II de Inglaterra após 70 anos de reinado.
- 16 A morte de Mahsa Amini desencadeia uma onda de protestos em massa no Irão.
- 27 Sabotagem nos gasodutos Nord Stream 1 e 2.
- 30 O Conselho Europeu aprova medidas para reduzir a procura energética.

### DEZEMBRO 2022

- 14 A Fed aumenta as taxas de juro oficiais em 50 p.b.
- 15 O BCE aumenta as taxas de juro oficiais em 50 p.b. e anuncia que reduzirá os reinvestimentos do APP.

### OUTUBRO 2022

- 5 A OPEP concorda em reduzir a produção de crude 2 milhões de barris por dia em relação aos níveis de agosto de 2022.
- 23 Xi Jinping eleito para o terceiro mandato como secretário-geral do Partido Comunista Chinês.
- 27 O BCE aumenta as taxas de juro oficiais em 75 p.b.

### AGOSTO 2022

- Verão 2022** Ondas de calor e seca na Europa e noutros países do mundo.
- Verão 2022** Interrupções de energia da Rússia à Europa.
- 31 Morre Mikhail Gorbachov, o último presidente da URSS.

## Agenda

### FEVEREIRO 2023

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).  
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 8 Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 9 Portugal: volume de negócios na indústria e nos serviços (dezembro).
- 10 Portugal: custos da mão de obra (fevereiro).
- 14 Japão: PIB (4T).
- 16 Espanha: comércio externo (dezembro).
- 24 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).
- 27 Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
- 28 Espanha: previsão do IPC (fevereiro).  
Espanha: balança de pagamentos (dezembro).  
Portugal: distribuição do PIB (4T).  
Portugal: estimativa rápida do IPC (fevereiro).

### MARÇO 2023

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).  
Zona Euro: estimativa rápida do IHPC (fevereiro).
- 10 Portugal: *rating* da S&P.
- 16 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).  
Portugal: preços da produção industrial (fevereiro).  
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 17 Espanha: *rating* da S&P.
- 21-22 Comité Monetário da Fed.
- 22 Portugal: preços da habitação (4T).
- 23 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).
- 23-24 Conselho Europeu.
- 24 Espanha: PIB 4T (2.ª estimativa).  
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (4T).  
Portugal: principais agregados das Administrações Públicas (2022).
- 30 Espanha: estimativa rápida do IPC (março).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).  
Portugal: rácio NPL.
- 31 Espanha: taxa de poupança das famílias (4T).  
Espanha: execução orçamental do Estado (fevereiro).  
Portugal: avanço do IPC (março).

## Os fatores que condicionam o crescimento de Portugal em 2023

Tal como as restantes economias europeias, a economia portuguesa continua imersa num contexto adverso, marcado pela incerteza geopolítica, inflação elevada e taxas de juro crescentes, o que limita a sua capacidade de crescimento. Apesar disso, durante os últimos meses tem sido capaz de resistir às adversidades melhor do que o esperado. Além disso, a recente moderação nos preços da energia sugere que a recuperação poderá ser um pouco mais dinâmica.

Tudo isto nos leva a melhorar ligeiramente o cenário económico previsto para este ano, com um crescimento do PIB agora em 1,0%, 0,5 p. p. acima da projeção anterior, como se explica de forma mais detalhada no artigo «As chaves para o cenário macro em Portugal», nesta edição. Por outro lado, colocamos a inflação em 5,5%, ligeiramente abaixo dos 5,8% anteriormente previstos. A incerteza permanece muito elevada e há muitos fatores que podem mudar o curso da economia nos próximos meses, tanto negativa como positivamente. Entre estes, destacam-se três: a evolução dos preços da energia, a resiliência do mercado de trabalho e a implementação dos fundos europeus do NGEU.

No que diz respeito aos preços da energia, a recente queda nos preços do gás e do petróleo é digna de nota. Além disso, os mercados de futuros sugerem que os preços permanecerão em níveis semelhantes durante o resto do ano. Caso este cenário se confirme, a taxa de inflação principal afastar-se-á dos níveis elevados do ano passado e, mais importante ainda, a pressão sobre os custos de produção diminuirá.

Tal como detalhado no dossier da inflação incluído neste relatório, os efeitos colaterais que normalmente se seguem a um choque de preços da energia são grandes e persistentes. Em Portugal, apesar de com os dados atuais não se vislumbrarem efeitos de segunda ordem, esperamos continuar a ter pressão em alta nos preços dos bens alimentares. Por outro lado, a repercussão dos custos de produção mais elevados nos preços finais é gradual, pelo que a taxa de inflação subjacente continuará a ser elevada este ano. Mas o primeiro passo para uma desaceleração neste processo é uma moderação nos preços da energia.

A contenção das pressões inflacionistas ao longo do ano também facilitará ao BCE deixar de aumentar as taxas de juro em 2023. A combinação destes dois fatores é de suma importância para que as famílias possam manter o seu consumo e para que as empresas possam realizar os seus planos de investimento numa altura de tão significativa transformação económica.

A segunda chave para o cenário de previsão é a resiliência do mercado de trabalho. Até ao momento em que se escreve este artigo, a evolução do emprego revelou-se bastante positiva tanto em termos da quantidade de empregos criados como da sua qualidade, com uma redução da proporção de contratos temporários no pós-pandemia. Isto também tem ajudado a sustentar o consumo. Diretamente, porque o rendimento das famílias portuguesas como um todo aumenta quando mais pessoas estão empregadas. E, além disso, porque quando o emprego é criado na economia como um todo, os receios que todos sentem de perder o seu emprego são contidos, algo que é particularmente relevante no atual contexto difícil. Em crises anteriores, quando o desemprego tendia a aumentar rapidamente, as famílias reagiram aumentando as suas poupanças por razões de precaução, o que acentuava a fraqueza do consumo.

O mercado de trabalho tende a reagir com algum atraso às mudanças no ambiente macroeconómico, pelo que é de esperar que o ritmo de criação de emprego perca fôlego nos próximos meses. Neste contexto, antecipamos que a taxa de desemprego atinja níveis em torno de 6,4% no conjunto de 2023, ligeiramente acima dos 6,0% observados em 2022. De facto, a escassez de mão-de-obra reportada por vários sectores de atividade e o facto de não anteciparmos contração da economia serão fatores de suporte ao mercado de trabalho português.

Finalmente, vale também a pena notar a importância que a implementação dos fundos europeus do NGEU é suscetível de adquirir no decurso deste ano. Embora a execução deste programa se tenha revelado mais lenta do que o esperado no ano passado, estimamos que uma recuperação na aplicação destes fundos para ritmos mais próximos dos observados historicamente noutros programas poderá contribuir com cerca de 0,3 p. p. para o crescimento do PIB em 2023.

Tal como nas restantes economias europeias, a implementação dos fundos NGEU deverá suportar o processo de transformação da economia portuguesa, melhorando a digitalização das empresas e tornando o processo de produção mais amigo do ambiente. Além disso, deverá contribuir para melhorar a eficiência dos serviços públicos, principalmente através do investimento na digitalização e simplificação de processos. Finalmente, ao impulsionar a economia, deve facilitar um maior ajustamento das finanças públicas. Este aspeto é particularmente relevante este ano, uma vez que o BCE anunciou que a partir de março irá reduzir as participações da dívida pública que adquiriu nos últimos anos ao abrigo do programa APP.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,81	0,25	0,25	4,50	5,00	3,75
Libor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	4,75	3,50
Libor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,50
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	4,00	2,80
Dívida pública 10 anos	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	2,80
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	1,77	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,00	3,00
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,57	3,41	2,48
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	3,36	2,42
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	3,31	2,35
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	3,38	2,46
Euribor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	3,44	2,56
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	3,20	2,50
Dívida pública 10 anos	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,13	3,00	2,80
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,23	2,93
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,38	3,15
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	4,10	3,80
Prémio de risco	11	164	62	73	105	110	100
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	-0,61	-0,64	2,45	3,46	3,20
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,57	3,38
Dívida pública 10 anos	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	4,05	3,80
Prémio de risco	19	314	60	65	97	105	100
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,10	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,86	0,85
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	93,0	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	85,1	69,8

Previsões

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

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,3	-3,0	6,0	3,1	2,7	3,4
<b>Países desenvolvidos</b>	2,6	1,4	-4,4	5,2	2,6	1,0	1,7
Estados Unidos	2,7	1,7	-2,8	5,9	2,1	0,9	1,4
Zona Euro	2,2	0,8	-6,3	5,3	3,5	0,5	1,6
Alemanha	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,9	0,0	1,4
França	2,2	1,0	-7,9	6,8	2,6	0,3	1,4
Itália	1,5	-0,3	-9,1	6,7	3,9	0,5	1,1
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	1,0	2,1
Espanha	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	1,3	1,9
Japão	1,4	0,4	-4,5	2,1	1,2	1,3	1,1
Reino Unido	2,6	1,3	-11,0	7,6	3,9	-1,7	-0,9
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,5	4,9	-1,9	6,6	3,5	3,9	4,5
China	10,6	8,0	2,2	8,4	3,0	5,2	5,1
Índia	7,2	6,8	-6,7	9,0	7,3	6,0	6,7
Brasil	3,6	1,6	-3,3	5,0	1,8	0,9	1,8
México	2,4	1,9	-8,0	4,7	1,9	1,4	2,5
Rússia	7,2	1,3	-2,7	4,8	-8,1	-3,2	3,0
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	3,1	3,0	3,2
Polónia	4,2	3,7	-2,0	6,9	4,9	0,7	3,2
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,6	0,7	3,1	7,2	4,0	2,0
Estados Unidos	2,8	1,8	1,2	4,7	8,0	4,1	2,7
Zona Euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,3	2,7
Alemanha	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	5,9	3,0
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	4,3	2,6
Itália	2,4	1,4	-0,1	1,9	8,7	5,9	2,6
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Espanha	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	4,2	2,6
Japão	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,5	2,3	0,9
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,1	5,7	2,9
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,6	5,1	5,9	9,7	7,4	5,6
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	1,6
Índia	4,5	7,3	6,6	5,1	6,7	5,3	5,0
Brasil	7,3	5,7	3,2	8,3	9,3	5,1	4,0
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	4,7	3,8
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	7,5	6,8
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	36,4	29,0
Polónia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,9	7,0	3,7

Previsões

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

### Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	0,5	-6,9	4,7	5,9	0,9	0,9
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,1	1,0	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	1,3	2,5	8,2
Bens de equipamento	3,2	2,6	-5,4	13,9	-	-	-
Construção	-1,5	-2,6	1,0	5,5	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,8	4,5	1,1	2,3
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,8	13,5	17,1	4,3	6,1
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,3	10,8	4,5	6,3
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-8,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-0,5	-1,9	2,7	2,0	0,1	0,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	6,4	6,1
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,5	2,8
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-1,1	-1,5	-1,0	-0,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	0,6	-0,7	1,3	1,6
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-1,1	-0,9	-0,8

Previsões

### Economia espanhola

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

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

Previsões

## Bom início de ano nos mercados financeiros

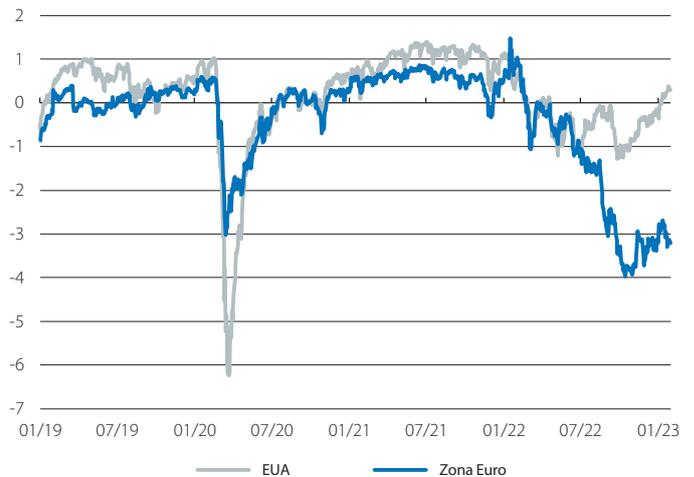
**(Des) tensionamento das condições financeiras mundiais.** Os investidores deram as boas-vindas ao novo ano com um maior apetite pelo risco, reduzindo as perdas registadas ao longo do tumultuoso 2022. Entre as principais razões por detrás deste otimismo, destaca-se o aumento da confiança dos investidores, em que o pior do choque inflacionista ficou provavelmente para trás, ajudado pela melhoria dos estrangulamentos globais e estabilização dos mercados energéticos. Estes fatores materializaram-se numa moderação na inflação geral nas principais economias, não obstante uma maior persistência nas componentes subjacentes. Neste contexto, os investidores apostam que os bancos centrais poderão provavelmente finalizar as subidas nas taxas oficiais nos próximos meses e que, por sua vez, o endurecimento monetário não conduzirá a um cenário de recessão económica mundial – ou pelo menos que, se tal suceder, que seja curta e não profunda. O otimismo refletiu-se nos progressos generalizados nos mercados obrigacionista e acionistas, o que permitiu uma importante flexibilização dos índices de condições financeiras e uma certa contenção nas métricas de volatilidade.

**Os bancos centrais mantêm o curso, com o BCE à frente.** O entusiasmo manifestado nos mercados contrasta com as mensagens dos bancos centrais, que se têm mostrado firmes na sua retórica de continuar a endurecer a política monetária. Nesse sentido, na reunião em inícios de fevereiro, o BCE voltou a anunciar uma subida das taxas oficiais de 50 p.b. (a *depo* em 2,50% e a *refi* em 3,0%) e, além disso, assinalou a sua intenção de as ajustar ao mesmo ritmo em março. Também confirmou o plano já anunciado em dezembro para a redução gradual da carteira de obrigações no seu programa de ativos APP a partir de março (a um ritmo inicial de 15 mil milhões mensais). Por sua vez, a Reserva Federal aprovou uma subida de 25 p.b. até o intervalo 4,50%-4,75% e reiterou que serão necessários ajustes adicionais, ainda que dando sinais de que se está a aproximar o fim do ciclo de subidas. Nos mercados monetários, os investidores prevêem que tanto o BCE como a Fed atinjam o pico nas taxas nos próximos meses, com subidas acumuladas de cerca de 100 p.b. até 3,5% na Zona Euro e 25 p.b. até ao intervalo 4,75%-5,00% nos EUA. Prevê-se que a Fed comece a reduzir as taxas ainda este ano e o BCE no início de 2024.

**O euro consolida-se face ao dólar.** Outros bancos centrais também aprovaram uma nova ronda de subidas de taxas, entre os quais destacamos o Banco de Inglaterra (+50 p.b. para 4,0%) e o Banco do Canadá (+25 p.b. para 4,5%). Este último surpreendeu ao salientar que, na ausência de novos choques, não fará aumentos adicionais. Por seu turno, o Banco do Japão manteve inalteradas tanto as taxas oficiais como os parâmetros da sua política de controlo da curva das taxas soberanas, anúncios que conduziram a uma desvalorização do iene e a uma queda da rentabilidade da dívida pública. Entretanto, no contexto de endurecimento da narrativa «hawkish» anteriormente destacada pelo BCE, o euro consolidou o seu avanço face ao dólar, e chegou a ser cotado quase a 1,10, o nível mais alto desde a primavera de 2020. Em contraste, o dólar enfraqueceu face à maio-

### Condições financeiras

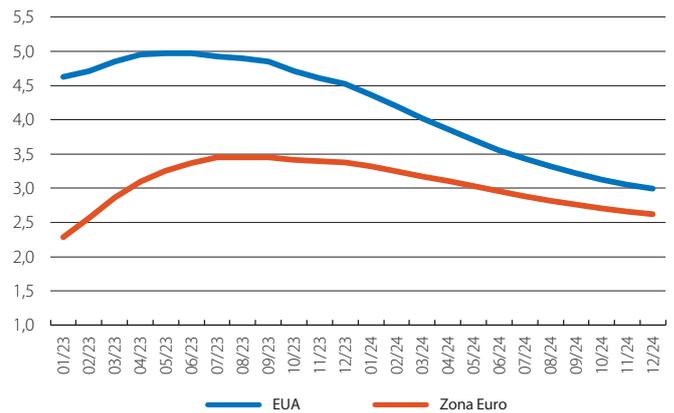
Índice (0 = média histórica)



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

### Expectativas sobre as taxas de juro de referência da Fed e do BCE

(%)

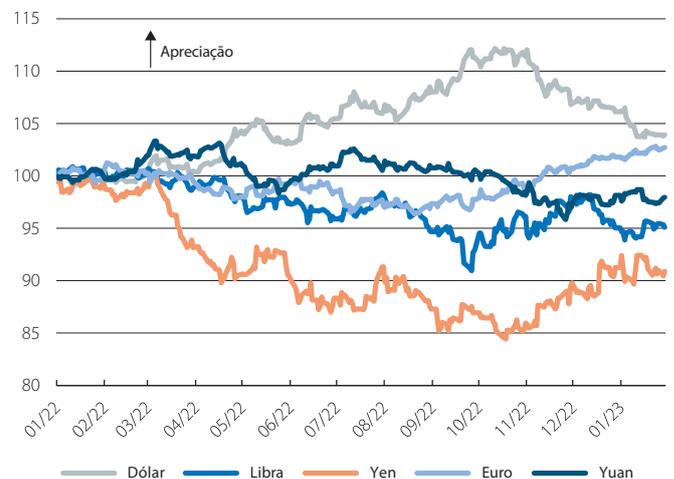


Nota: Forwards sobre o EFRR e a taxa OIS da Zona Euro derivados a partir de curvas de juro de mercado a 31 de janeiro de 2023.

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

### Moedas: taxa de câmbio nominal efetiva

Índice (100 = janeiro 2022)



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

ria das moedas, tanto em relação aos países desenvolvidos como em relação aos principais mercados emergentes; em janeiro, a taxa de câmbio nominal efetiva do dólar americano enfraqueceu em 1%, após a desvalorização de 9% já acumulada durante o 4T 2022.

**O preço da dívida pública, inicia também o ano no verde.** No mercado das obrigações públicas, a rentabilidade da dívida soberana registou uma descida em janeiro em torno de 30 p. b., tanto na Europa (a obrigação alemã a 10 anos situou-se em 2,3%) como nos EUA (3,5% para a obrigação a 10 anos). Não obstante, as curvas soberanas permaneceram invertidas em várias secções nos principais países de referência, alertando para o risco de uma possível recessão. Por sua vez, os prémios de risco dos países periféricos na Zona Euro diminuíram (face à Alemanha, em -10 p. b. tanto em Espanha como em Portugal), e, de momento, não parecem mostrar um impacto substancial do plano de *Quantitative Tightening* anunciado pelo BCE. Além disso, os prémios de risco encontraram apoio na possibilidade de um acordo na UE para a criação de um mecanismo financiado pela dívida comunitária para fazer face aos subsídios previstos nos EUA (*Inflation Reduction Act*). Entretanto, a Presidente do Tesouro dos EUA, Janet Yellen, comunicou ao Congresso que o teto de dívida foi atingido em 19 de janeiro e ainda que não se tenha observado muita reação nos mercados, alertou que medidas extraordinárias, algumas já em vigor, poderão manter a capacidade de financiamento até junho.

**Ganhos generalizados nas bolsas de valores internacionais.** Os índices bolsistas começaram o ano com um aumento acumulado em janeiro de 6% nos EUA (S&P 500), 10% na Europa (Euro Stoxx 50) e 8% para o agregado de emergentes. Este é o melhor início do ano para as bolsas internacionais desde 2019, de acordo com o agregado global do MSCI; na Europa, o aumento é o mais pronunciado num mês de janeiro nos últimos 40 anos. Ao tom débil nas previsões dos lucros das empresas durante o período de resultados do 4T 2022, contrapuseram-se as perspectivas positivas na economia mundial, o processo de reabertura da China e a melhoria do sentimento económico, sobretudo na Europa. Nos mercados emergentes, os ganhos na bolsa refletem, também, a melhoria dos fluxos de capital para estas economias e o já mencionado enfraquecimento do dólar.

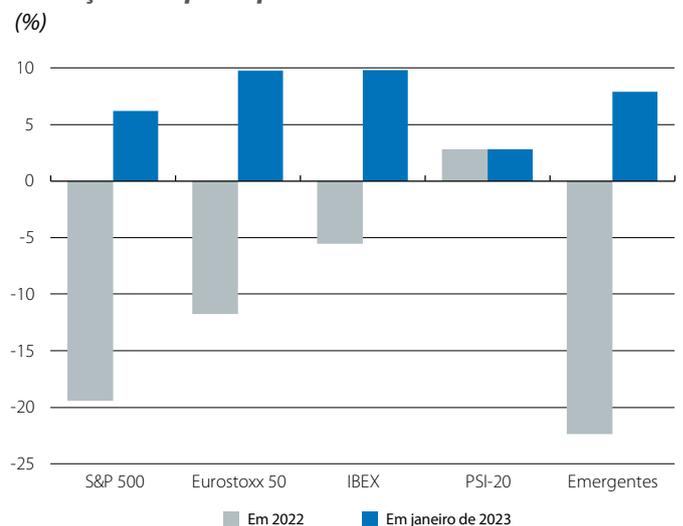
**Estabilização dos preços das matérias-primas, exceto dos metais.** Nas matérias-primas, surpreendeu a correção dos preços do gás, que apesar de continuarem a negociar a níveis historicamente elevados, estabilizaram nos níveis mais baixos desde a invasão russa da Ucrânia e dissipam o risco de racionamento dos fornecimentos (ver o Focus «Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?» neste mesmo relatório). Pela sua vez, o preço do petróleo Brent flutuou em torno dos 85 dólares por barril, num contexto de, por um lado, revisões em alta das previsões de procura e, pelo outro, de uma maior acumulação de reservas nos EUA. A OPEP+ também deu sinais de que não planeia cortes de produção a curto prazo, enquanto aguarda o processo de reabertura na China. Este último fator, porém, exerceu uma pressão ascendente sobre os preços dos metais industriais, enquanto os preços dos alimentos se mantiveram em níveis elevados.

### Taxa de juro da dívida soberana a 10 anos



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

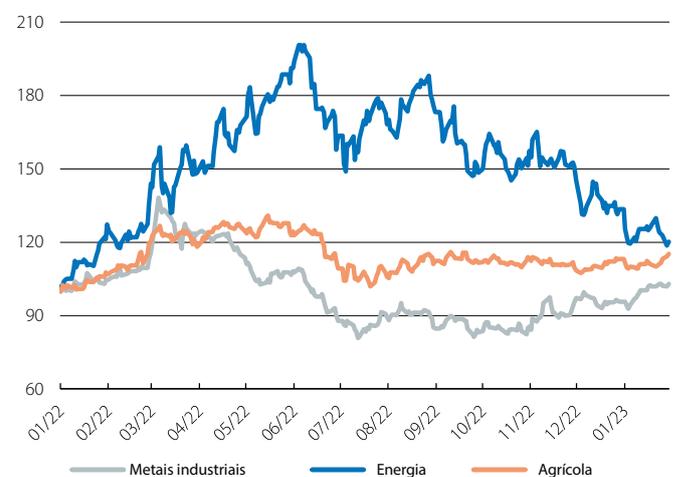
### Variação nos principais índices bolsistas



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

### Preços das matérias-primas

Índice (100 = janeiro 2022)



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

## Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?

Em 2022, os preços das matérias-primas energéticas registaram variações significativas. A guerra entre a Rússia e a Ucrânia, atores importantes como fornecedores destas *commodities*, despoletou uma subida muito significativa dos preços do crude e do gás natural, sobretudo na Europa. No entanto, nos últimos meses, verificou-se um abrandamento significativo dos preços da energia após os picos observados no passado mês de agosto. Vários factores contribuíram para esta melhoria. Por um lado, o elevado nível de reservas de gás natural na Europa, aliado aos esforços dos governos, das indústrias e das famílias em reduzir o consumo, bem como um inverno mais ameno do que o habitual, contribuíram para uma diminuição superior a 80% dos preços do gás natural europeu (o TTF holandês) desde o verão. Por outro lado, perante uma perspectiva de crescimento moderado na China, o preço do petróleo estabilizou.

Assim, tanto os preços dos futuros como as previsões da maioria dos analistas do sector coincidem em reflectir os preços energéticos para os próximos 12 meses, mais favoráveis para o crescimento económico. Face a esta consideração, e em conjunto com a relativa melhoria do sentimento dos investidores relativamente a estas matérias-primas, revimos as nossas previsões de petróleo e gás natural europeu para os próximos trimestres.

### A reabertura da China será fundamental para o petróleo

O abrandamento da actividade industrial a nível mundial e um inverno mais ameno que o habitual na Europa contribuíram para uma diminuição da procura do crude<sup>1</sup> superior a um milhão de barris por dia (b/d) no 4T de 2022. Durante este período, e apesar da redução da oferta da OPEP e dos seus aliados,<sup>2</sup> registou-se um excedente das reservas de crude, próximo dos 80.000 b/d, o que facilitou a queda do preço do barril de Brent no final de 2022 para o preço mais baixo em 12 meses (76 dólares).

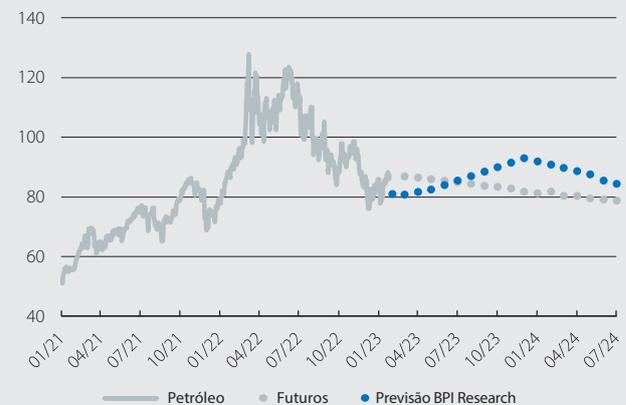
Em 2023, num contexto em que a economia mundial deverá estar mais numa tendência "de menos a mais", acreditamos que a procura mundial de crude vai recuperar e terá uma maior incidência no segundo semestre do ano. Apesar da incerteza em relação à sua velocidade e forma, o processo de reabertura económica da China terá um papel fundamental nesta ascensão. A IEA e a OPEP reconhecem que, em 2023, a procura mundial de crude

1. Segundo os dados da Agência Internacional de Energia (IEA, sigla em inglês), no 4T 2022, a procura de crude diminuiu, em termos homólogos, 910.000 b/d nos países da OCDE e 130.000 b/d na China.

2. A OPEP e os seus aliados acordaram na redução da oferta líquida em 2 milhões de b/d, desde o objectivo de produção de 33 milhões de b/d, a partir de novembro de 2022.

### Preço do petróleo Brent

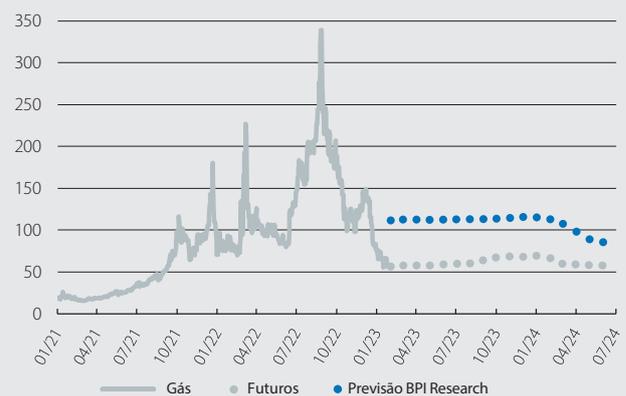
(\$/barril)



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

### Preço do gás natural \*

(€/MWh)



Nota: \* TTF, preço do gás natural de referência na Europa.

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

vai atingir o seu máximo histórico (101,7 milhões de b/d), um aumento de 2% face ao ano anterior, e que cerca de metade deste aumento provém da reabertura da China. Ainda que seja provável que o equilíbrio entre a procura e a oferta se mantenha durante os dois primeiros trimestres do ano, a dinamização do consumo durante a segunda metade do ano poderia provocar um aumento dos preços caso a oferta não reaja adequadamente. A limitada flexibilidade da OPEP para acordar aumentos na sua produção e a redução das exportações de petróleo da Rússia<sup>3</sup> (terceiro maior produtor mundial, a seguir aos EUA e à Arábia Saudita) são os principais obstáculos a este respeito. Para

3. Os organismos internacionais destacam que, apesar do elevado grau de incerteza relativamente às perspectivas, com a entrada em vigor do embargo da UE às exportações do crude russo e do limite de preço de 60 dólares imposto aos barris dos Urais pelo G-7, a 5 de dezembro, as exportações russas de crude para o resto do mundo podem sofrer uma redução de 20%.

além destes factores, a recuperação gradual do cenário económico deveria ser acompanhada pelo abrandamento da força do dólar americano e por uma maior apetência pelo risco dos investidores, o que tende a aumentar a pressão sobre os preços.

Com base nestes aspectos, consideramos que o preço do barril de Brent poderá percorrer uma trajectória ascendente durante o ano, podendo ultrapassar os 90 dólares em dezembro (média para 2023 de 86 dólares).

### O preço do gás natural estabiliza, mas a incerteza persiste

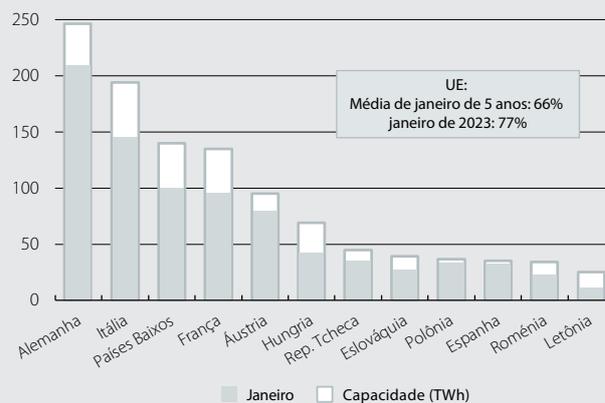
No verão passado, a suspensão do fornecimento de gás natural russo à Europa através do Nord Stream 1 conduziu ao aumento dos preços do TTF holandês (a principal referência europeia) para níveis recorde (339 euros/MWh) e, ainda, despoletou os alertas relativamente à possibilidade de um inverno marcado por apagões e restrições energéticas no Velho Continente.

Felizmente, os piores prognósticos não se concretizaram e os preços caíram cerca de 80% desde o seu máximo em agosto. Os principais factores na base desta queda acentuada dos preços incluem, por um lado, o aumento das importações de gás natural liquefeito (GNL), o que facilitou o rápido crescimento das reservas de gás natural em grande parte da Europa, atingindo um máximo de 95% no início de novembro. Além disso, a procura de gás europeu (para utilização industrial e doméstica) diminuiu 12% em dezembro relativamente à média dos cinco anos, resultado da optimização da utilização energética, da implementação de fontes de energia renováveis e nucleares, bem como de condições meteorológicas mais amenas.

Tudo isto faz com que os primeiros momentos de 2023 sejam claramente mais favoráveis do que o previsto e que os cenários mais extremos sejam atenuados. Contudo, e apesar do aumento da confiança entre os investidores e os governos europeus, 2023 não deixará de ser um ano exigente. O desafio de aumentar as reservas para o próximo inverno, com o menor contributo da Rússia,<sup>4</sup> será fundamental para os preços do gás natural europeu. A redução das importações da Rússia terá, provavelmente, de ser compensada com o aumento das compras aos EUA, Qatar, Nigéria ou Argélia (a Noruega não tenciona aumentar as suas exportações de forma substancial). No segundo semestre do ano, espera-se, também, que a China aumente a sua procura de gás natural liquefeito, o que provocará um aumento dos preços. Não obstante, a contenção da

4. Em 2022, as importações europeias de gás natural da Rússia, através dos quatro principais gasodutos (Turkstream, Ukraine, NordStream e Yamal Europe) ascenderam em 43.700 milhões de metros cúbicos. Em 2023, prevê-se que apenas os dois primeiros estejam operacionais, pelo que as importações podem ser reduzidas para metade.

### Gás natural: nível de reservas de gás na Europa Capacidade (TWh)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da AGSI.

procura europeia, o aumento da capacidade de regaseificação em alguns países do norte da Europa<sup>5</sup> e os progressos na redução da quota de gás natural no cabaz energético continuarão a ter um efeito amortecedor nos preços. Do mesmo modo, peritos do sector sugerem que, se no final do inverno o nível de reservas de gás natural ultrapassar os 50%, as perspectivas de abastecimento para o inverno de 2023 serão relativamente tranquilas.

Face a estas considerações, revimos significativamente em baixa as nossas previsões do preço do gás natural, mas mantemos uma previsão (o preço médio em 2023 de 113 euros/MWh para o TTF holandês) mais conservadora do que a que os mercados antecipam no início deste ano. Para além dos desafios já referidos, deve ter-se em conta que aspectos como um avanço no processo de recuperação da actividade na China ou um aumento das restrições nos fluxos de fornecimentos energéticos provenientes da Rússia, além de introduzir novas doses de volatilidade, poderiam contribuir para o aumento da pressão nos mercados que já se encontrem sob tensão.

5. O JP Morgan estima que, entre 2023 e princípios de 2024, os países do noroeste europeu poderão aumentar a sua capacidade de regaseificação em 37.000 milhões de metros cúbicos por ano.

**Taxas de juro (%)**

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	2,50	2,50	0	0,0	250,0
Euribor 3 meses	2,51	2,13	38	38,0	305,9
Euribor 12 meses	3,41	3,29	12	12,2	384,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,78	2,60	18	17,9	345,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,65	2,76	-11	-11,3	312,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,29	2,57	-29	-28,5	224,9
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,28	3,66	-38	-38,1	250,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,19	3,59	-40	-39,6	249,7
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	4,50	4,50	0	0,0	425,0
Libor 3 meses	4,81	4,77	5	4,6	451,1
Libor 12 meses	5,33	5,48	-16	-15,6	439,1
Dívida pública a 1 ano	4,65	4,69	-3	-3,3	388,9
Dívida pública a 2 anos	4,20	4,43	-22	-22,5	303,6
Dívida pública a 10 anos	3,51	3,87	-37	-36,8	171,9

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

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	79	91	-11	-11,2	21,3
Itraxx Financeiro Sénior	88	99	-11	-10,8	22,8
Itraxx Financeiro Subordinado	156	172	-16	-16,2	33,2

**Taxas de câmbio**

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,086	1,071	1,5	1,5	-3,6
EUR/JPY (ienes por euro)	141,320	140,410	0,6	0,6	9,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,882	0,885	-0,4	-0,4	5,8
USD/JPY (ienes por dólar)	130,090	131,120	-0,8	-0,8	13,4

**Matérias-primas**

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	557,0	554,8	0,4	0,4	-4,9
Brent (\$/barril)	84,5	85,9	-1,7	-1,7	-5,2
Ouro (\$/onça)	1.928,4	1.824,0	5,7	5,7	7,1

**Rendimento variável**

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.076,6	3.839,5	6,2	6,2	-10,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.163,5	3.793,6	9,7	9,7	-1,4
Ibex 35 (Espanha)	9.034,0	8.229,1	9,8	9,8	3,5
PSI 20 (Portugal)	5.886,3	5.726,1	2,8	2,8	4,6
Nikkei 225 (Japão)	27.327,1	26.094,5	4,7	4,7	0,9
MSCI emergentes	1.031,5	956,4	7,9	7,9	-15,0

## 2023, um ano de digestão para a economia mundial

**A melhoria das perspectivas num contexto débil.** Em 2023, a economia mundial enfrenta um abrandamento marcado pela necessidade de digerir as consequências da guerra na Ucrânia, a elevada inflação e o consequente endurecimento monetário. No âmbito destas perspectivas, os dados mais recentes transmitem notícias positivas: a actividade resistiu ao inverno melhor do que o esperado e a inflação está a confirmar o seu abrandamento. O amortecimento dado pela poupança, a robustez do mercado de trabalho e os apoios fiscais contra a crise energética apoiaram a procura, ao passo que a oferta abrandou devido à normalização dos estrangulamentos e à diminuição nos preços da energia. Tudo isto sugere que o abrandamento económico seja menos acentuado do que o que se receava há alguns meses, embora esta melhora ainda não nos permita afastar do quadro de elevada incerteza económica e geopolítica. Além disso, o endurecimento monetário começa a fazer-se sentir e as suas consequências serão mais tangíveis em 2023.

**Inflação: entre a distensão energética e a inércia subjacente.** Uma das grandes incertezas a resolver em 2023 é a velocidade de correcção da inflação. Desde os máximos do ano passado, a inflação geral tem diminuído, ao passo que as pressões subjacentes têm demonstrado mais inércia: desta forma, os dados mais recentes mostram uma inflação geral homóloga de 6,5% nos EUA (correspondente a dezembro; -2,6 p.p. em relação ao máximo) e de 8,5% na Zona Euro (janeiro; -2,1 p.p.). A principal força por detrás desta descida é a correcção gradual dos preços da energia, que será ainda maior em 2023, quer pelos próprios efeitos base, quer pela melhoria das perspectivas energéticas (sobretudo no mercado europeu do gás, com uma diminuição dos futuros para 2023 em janeiro em cerca de 50% face à média do 4T de 2022). Ao mesmo tempo, a normalização, já muito visível no final de 2022, dos estrangulamentos que condicionam a oferta mundial também ajudará. É provável que a inércia da inflação provenha das componentes mais sensíveis ao mercado de trabalho, nas quais os EUA e a Europa podem apresentar dinâmicas diferentes: os salários dos EUA parecem estar a diminuir de níveis elevados (de 6,7% no verão para 6,1% no passado mês de dezembro, segundo o indicador de referência da Fed de Atlanta), enquanto na Europa provêm de taxas baixas, mas gradualmente crescentes.

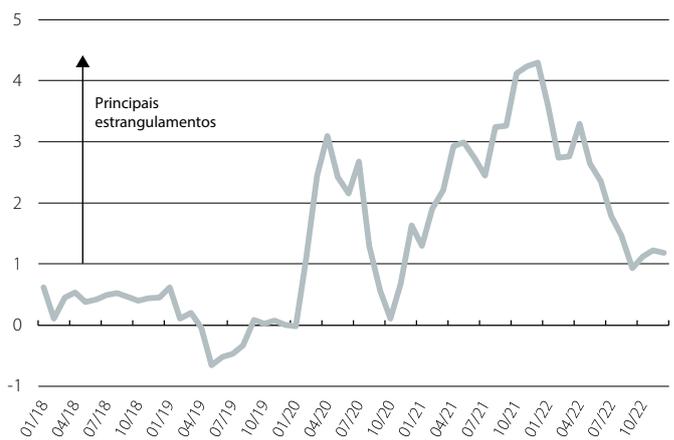
**A Europa resistiu melhor do que o esperado em 2022; Os EUA e a China decepcionaram.** A publicação dos PIB do 4T de 2022 reflectiu uma disparidade um tanto surpreendente entre as principais economias do mundo. Até ao momento, a actividade da Zona Euro tem resistido melhor do que o esperado à guerra na Ucrânia, graças a um inverno ameno, às elevadas reservas de gás (no final de janeiro ainda se encontravam nos 70%) e à poupança no consumo de gás. Assim, verificou-se um crescimento para o ano (3,5%) semelhante ao previsto no início de 2022, evitando-se uma contracção no 4T (+0,1% intertrimestral). Além disso, embora o PIB tivesse permanecido estável sem a contribuição anormal da Irlanda (PIB +3,5% em cadeia), as duas maiores economias mais dependentes do gás russo, Alemanha e Itália, conseguiram diminuir menos do que se receava no 4T (-0,2% e -0,1%, respectivamente). Em contrapartida, em 2022, as duas maiores economias do mundo registaram um crescimento significativamente inferior ao esperado: os EUA de 2,1% (vs. os 3,5% projetados há um ano) e a China, de 3,0% (vs. os

### FMI: PIB Variação anual (%)

	Previsão		Variação face ao WEO outubro de 2022	
	2023	2024	2023	2024
<b>Economia mundial</b>	2,9	3,1	0,2	-0,1
<b>Economias avançadas</b>	1,2	1,4	0,1	-0,2
EUA	1,4	1,0	0,4	-0,2
Zona Euro	0,7	1,6	0,2	-0,2
Alemanha	0,1	1,4	0,4	-0,1
França	0,7	1,6	0,0	0,0
Itália	0,6	0,9	0,8	-0,4
Espanha	1,1	2,4	-0,1	-0,2
<b>Economias emergentes e em desenvolvimento</b>	4,0	4,2	0,3	-0,1
China	5,2	4,5	0,8	0,0
Índia	6,1	6,8	0,0	0,0
Rússia	0,3	2,1	2,6	0,6
Brasil	1,2	1,5	0,2	-0,4
África do Sul	1,2	1,3	0,1	0,0

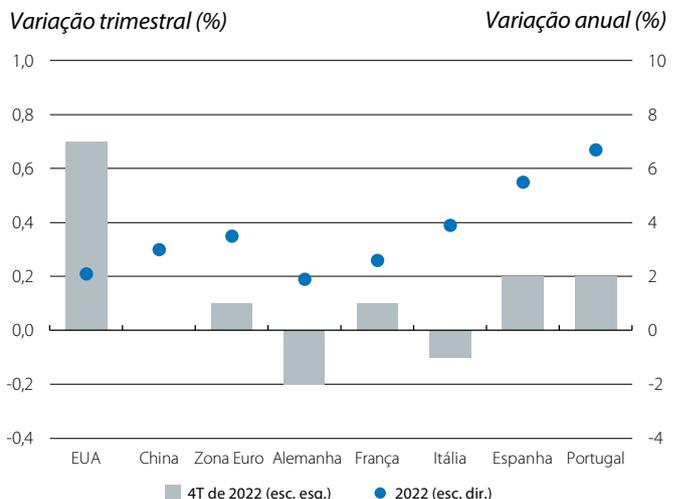
Fonte: BPI Research, a partir de dados do FMI (WEO), atualização de janeiro de 2023.

### Global: índice de pressão na cadeia de fornecimento (Desvios padrão relativamente à média)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Fed de Nova Iorque.

### Global: PIB



Fonte: BPI Research, a partir de dados do BEA, do Instituto Nacional de Estatística da China e do Eurostat.

4,7%). A decepção da primeira reflecte a debilidade dos dados do PIB na primeira metade do ano, enquanto no 4T a actividade registou um avanço em termos trimestrais de 0,7%. A China, por sua vez, foi fortemente condicionada pelas restrições do COVID, até ao ponto de estagnação do PIB no 4T.

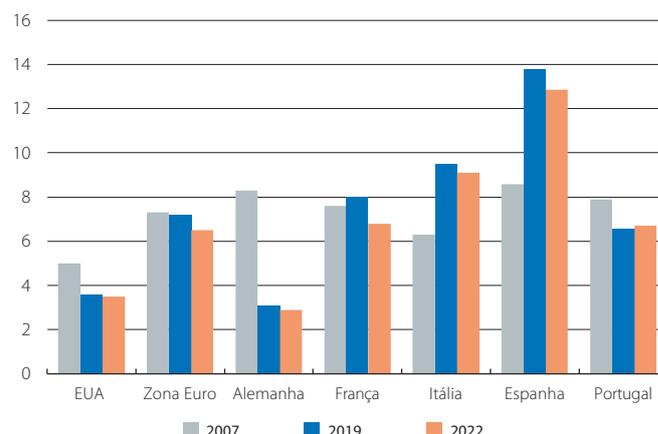
**Otimismo tímido nos primeiros indicadores europeus de 2023.** Na Europa, num cenário de resistência da atividade, de abrandamento da inflação e de flexibilização energética, os primeiros indicadores económicos do ano apontam para uma melhoria. Em particular, o PMI da Zona Euro (50,3 pontos em janeiro) saiu pela primeira vez em seis meses da zona de recessão, e o índice de sentimento da Comissão Europeia (ESI) registou uma melhoria pelo terceiro mês consecutivo, atingindo os 98 pontos (muito próximo da média histórica de 100). Estes indicadores vêm juntar-se a um mercado de trabalho forte, com a taxa de desemprego a atingir um mínimo histórico (6,6% em dezembro) e uma taxa de actividade a atingir máximos (75%). Em conjunto, os dados ainda revelam uma atividade instável, mas sugerem que a fraqueza não é tão pronunciada como se temia e, por isso, melhorámos as previsões do PIB de 2023 para a Zona Euro e para as suas principais economias.

**Sinais mistos nos EUA.** O PIB americano registou um crescimento de +0,7% no 4T, mas a sua composição antecipa alguns sinais de abrandamento em 2023. Em particular, o investimento, sobretudo o investimento residencial (-1,7% e -7,5% em cadeia, respetivamente, no 4T), tem sofrido com os efeitos das subidas das taxas da Fed há já vários trimestres. De facto, os dados do mercado imobiliário mostram um sector em recessão, quer ao nível dos preços (no início de 2022, o índice Case-Shiller deixou de crescer mais do que 20% interanual para crescer apenas 8% em novembro), quer ao nível das transacções (em dezembro, a venda de imóveis voltou a cair pelo décimo primeiro mês consecutivo, de acordo com dados da National Association of Realtors). Além disso, os índices de confiança, que se mantiveram com níveis elevados até ao outono, registaram uma diminuição no sector transformador (ISM de janeiro nos 47,4 pontos) e revelam uma forte volatilidade nos serviços (ISM nos 49,6 pontos em dezembro e 55,2 pontos em janeiro). Os sinais de abrandamento são menos visíveis num mercado de trabalho muito robusto, com um desemprego historicamente baixo (3,5% em dezembro) e um ritmo de criação de emprego estável (+291.000 em média no 4T de 2022 e um extraordinário +517.000 em janeiro) e oferecem um significativo incentivo à economia.

**A China procura voltar à normalidade.** Após um levantamento inicial desordenado da política de COVID zero, com uma acentuada vaga de infeções e quedas na mobilidade, os dados mais recentes apontam para uma retoma da actividade. Para além do PIB já referido, os últimos números da produção industrial e das vendas a retalho foram ligeiramente superiores ao esperado (+1,3% e -1,8% homólogo em dezembro, respectivamente), ao passo que os indicadores em tempo real apontam para uma recuperação da mobilidade em janeiro. Da mesma forma, o PMI Caixin do sector dos serviços aumentou para os 52,9 pontos em janeiro, ao passo que o sector da indústria transformadora se manteve nos 49,2 pontos. No entanto, a reabertura económica enfrenta um contexto incerto, marcado por dúvidas relativamente ao grau de imunização da população (segundo algumas estimativas da Universidade de Pequim, em meados de janeiro, mais de 60% da população já teria sido infectada desde o início da pandemia, mas estes dados estão rodeados de uma elevada incerteza). As próximas semanas serão importantes: com o Ano Novo Lunar na China, verificou-se uma elevada mobilidade para as zonas rurais, com uma população mais envelhecida e níveis de vacinação relativamente baixos.

### Taxa de desemprego

(% de população ativa)

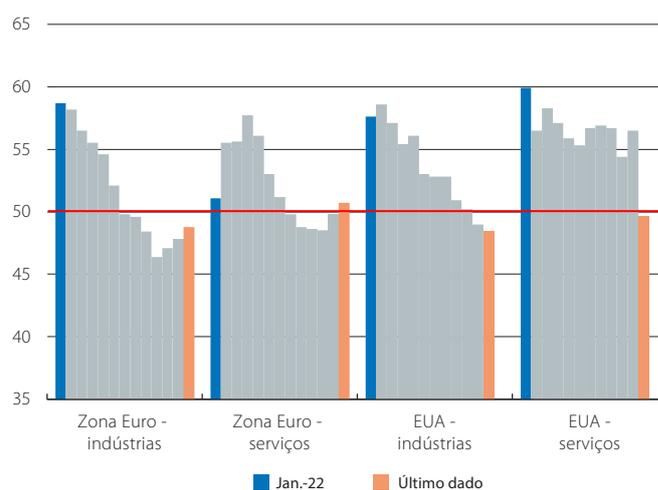


Nota: Dados de fim do período.

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

### Indicadores de atividade: PMI (Zona Euro) e ISM (EUA)

Nível



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

### China: passageiros no metro

Índice (100 = 4T 2019)



Nota: Agregado de Beijing, Shenzhen, Shangái, Hangzhou, Chengdu, Nanjing, Suzhou, Zhengzhou, Chongming, Wuhan e Xi'an.

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

## A Europa beneficia de um inverno relativamente ameno

Pela primeira vez em muitos meses, as perspetivas para a economia europeia começaram a melhorar. Esta mudança de sentimento compensa, em parte, uma certa reação exagerada negativa no verão, quando se temia que o aumento da procura de gás para aquecimento no inverno pudesse forçar alguma forma de racionamento de energia na indústria para não esgotar as reservas antes da primavera. Contudo, nesta ocasião a meteorologia jogou a nosso favor: o inverno está a ser mais ameno do que o habitual e a conter o consumo de gás (em 2022, foi 15% inferior ao consumo médio dos dois anos anteriores, de acordo com Bruegel), o que está a aliviar a pressão sobre os preços e a contribuir para que as reservas de gás se mantenham próximas dos máximos para estas datas (em torno de 80%). Este factor, somado às medidas tomadas em resposta à crise energética (centradas, sobre todo, na promoção da poupança de energia) alteraram substancialmente os cenários energéticos com que estamos a lidar e consideramos agora viável que os preços do crude e, em particular, do gás, sejam bastante inferiores ao que temíamos há alguns meses (ver o Focus «Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?» neste mesmo relatório).

O que parece claro é que, embora possamos assistir a um agravamento do Inverno nas próximas semanas, é agora improvável que soframos um racionamento de energia a curto prazo, o que dilui os cenários mais pessimistas que perspetivávamos há alguns meses. Além disso, muitos dos indicadores, tanto de atividade como de procura, têm tido um desempenho melhor do que o esperado nos últimos meses. Esta melhoria das expectativas para a zona euro não é incompatível com o desempenho demonstrado pelo PIB no 4T 2022. A região cresceu 0,1% trimestralmente, mas em grande parte graças ao crescimento surpreendente da Irlanda (3,5% em cadeia), pois nem a Alemanha (-0,2%) nem a Itália (-0,1%) evitaram a queda e a França praticamente estagnou (0,1%).

Na verdade, a queda sofrida pela Alemanha mancha o otimismo demonstrado por vários organismos oficiais no início do ano, que declararam que o país teria evitado uma queda no quarto trimestre. No entanto, a quebra no quarto trimestre foi mais branda do que o esperado há alguns meses atrás e deve ter-se em conta que o número é preliminar e, portanto, sujeito a revisões. Além disso, a recuperação dos principais indicadores de confiança empresarial sugere que o início de 2023 poderá não ser tão negativo como se temia no final do Verão, uma hipótese que é reforçada pela tendência do índice semanal de atividade produzido pelo Bundesbank, que mostra tépidos sinais de uma melhoria na atividade no início do ano, embora num contexto de clara debilidade. A este respeito, o próprio governo alemão estima que o crescimento poderá atingir

### Índice de surpresas económicas \*

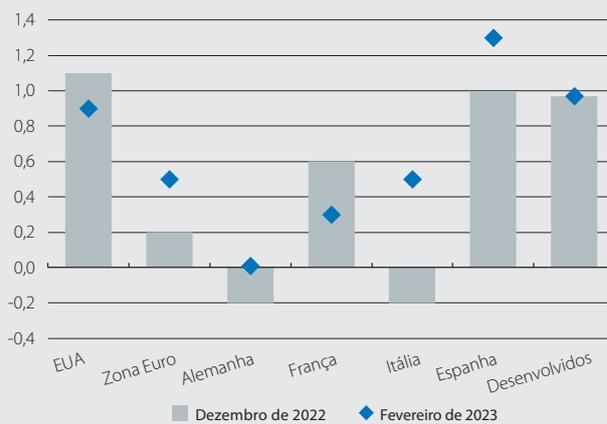
Nível



**Notas:** \* Define-se como os desvios ponderados históricos das diferenças entre os dados publicados e as expectativas dos analistas. Um valor positivo implica que o dado publicado foi melhor do que o esperado, e se for negativo, indica que o dado dececionou.  
**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do Citigroup e da Refinitiv.

### Global: previsões do PIB 2023

Varição anual (%)



**Fonte:** BPI Research, a partir de próprias previsões.

0,2% em 2023, em comparação com a recessão de 0,4% que previa no Outono de 2022. Consequentemente, parece que a deterioração da atividade no primeiro trimestre de 2023 será menos pronunciada do que temíamos no Verão, o que explica a revisão em alta da nossa previsão de crescimento do PIB em 2023 para 0,0%, face a uma recessão de 0,2% estimada há alguns meses..

A Itália, apesar do tropeço no final do ano, teve um desempenho muito melhor do que o esperado, alcançando o melhor desempenho económico da região ao longo de 2022, uma tendência que pode continuar de acordo com os principais indicadores de clima industrial. De facto, o ESI registou uma melhoria substancial ao longo do quarto trimestre e em dezembro atingiu valores de 100,3, em comparação com 95,8 na zona euro, 94,6 na Alemanha e

93,3 em França. A França, à priori um dos países menos expostos ao gás russo, teve um desempenho um pouco menos positivo do que o esperado, em grande parte porque teve de lidar com os problemas de produção de eletricidade de uma rede altamente dependente de centrais nucleares com problemas de manutenção. A tal ponto que quase 40% dos seus reatores nucleares sofreram interrupções, resultando na menor produção de eletricidade em França em sete anos e obrigando o país a tornar-se importador líquido de energia.

Em suma, as revisões em alta do crescimento em 2023 são generalizadas entre os principais países: <sup>1</sup> +0,2 p.p. na Alemanha, para 0,0%; +0,7 p.p. em Itália, para 0,5%; compensando o -0,3 p.p. em França, para 0,3%. Isto explica porque revemos em alta em 0,3 p.p. o crescimento da Zona Euro, para 0,5%. Para 2024, mantemos o atual cenário praticamente inalterado.

Por outro lado, paralelamente a esta melhoria do desempenho nos últimos meses e às perspetivas da atividade económica no começo de 2023, os ventos de proa para o segundo semestre do ano também ganharam alguma força. Com efeito, as expectativas de endurecimento da política monetária do BCE foram significativamente revistas em alta no último mês devido à maior persistência que o banco central prevê em termos de inflação. De facto, o nosso cenário de taxas de juro foi revisto em alta e pensamos agora que a taxa de referência do BCE poderá atingir 3,5% em meados deste ano.

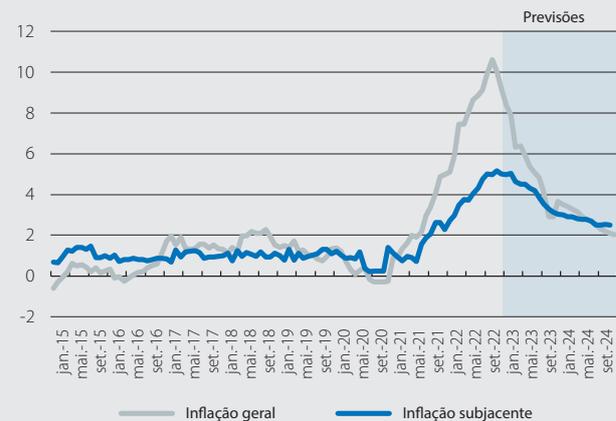
Neste contexto de melhoria das perspetivas económicas, a inflação começou a mostrar tímidos sinais de moderação, se bem que ainda se situe em valores muito elevados (9,2% em dezembro). Ao longo de 2023, a descida da inflação geral deverá intensificar-se graças à estabilização dos preços da energia, à normalização dos estrangulamentos e à desaceleração económica (ver o Dossier neste mesmo relatório). Deste modo, 2023 poderá fechar ligeiramente abaixo dos 4%, ainda que seja provável que os efeitos de segunda ordem e a retirada das diferentes medidas fiscais implementadas para compensar o encarecimento da energia mantenham uma inércia considerável e o objetivo de 2% não seja alcançado até ao final de 2024.

Este melhor desempenho da economia europeia contrasta com as evidências de um arrefecimento da economia norte-americana superior ao esperado em finais de 2022 e começo de 2023, o que levou a uma revisão em baixa da previsão de crescimento para os EUA, embora continuemos confiantes de que evitará um cenário de recessão (ver o Focus «EUA: aterrada como pudes» nesta edição da *Informação Mensal*).

1. Para Portugal, revemos em alta o crescimento de 2023 em 0,5 p.p., para 1%. (ver Focus “As chaves para o cenário macro de Portugal” nesta edição.

## Zona Euro: inflação geral e subjacente

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat e nas suas próprias previsões.

Contudo, deve ter-se em conta que, não obstante as expectativas para a economia europeia tenham melhorado, o cenário que estamos a examinar não deixa de ser de quase estagnação e a incerteza continua a ser muito elevada. A guerra na Ucrânia não é suscetível de terminar a curto prazo e o fim da política de COVID zero da China irá afetar a economia mundial. De facto, a reabertura da economia chinesa é uma espada de dois gumes para as economias desenvolvidas. Por um lado, é bastante provável que se verifique uma retoma notável da atividade na primavera (uma vez ultrapassadas as primeiras ondas após a reabertura) e que as cadeias globais de abastecimento sejam estimuladas. Mas, por outro, esta reativação exercerá uma clara pressão da procura sobre uma parte importante das matérias-primas industriais, entre as quais o crude e o gás, o que fará subir os preços. Acresce que o nosso cenário contempla uma clara aceleração da atividade chinesa no segundo semestre de 2023, coincidindo com o período em que a Europa deverá reabastecer as suas reservas de gás para enfrentar o inverno de 2023-2024, num cenário em que, *a priori*, o fornecimento de gás russo à Europa continuará a ser quase nulo. Chegado o momento, a variável «inverno» voltará a ser fundamental na construção de cenários. Em suma, embora os piores cenários se tenham dissipado a curto prazo, é ainda demasiado cedo para cantar vitória num ano que continuará a ser caracterizado por uma elevada incerteza e complexidade.

## EUA: aterra como conseguireis

Apesar dos dados positivos de crescimento do 4T de 2022, mais de metade dos analistas do painel de consenso da Bloomberg acredita que em 2023 assistiremos à queda do PIB dos EUA durante dois trimestres consecutivos. Além disso, a probabilidade que atribuem a uma recessão dos EUA nos próximos 12 meses é de quase 70% e a curva de taxas soberanas está invertida a partir dos 3 meses, um preditor quase infalível da recessão. Que argumentos sustentam esta visão pessimista acerca da atividade dos EUA (*hard landing*)? Há alguma razão que leve a crer que é possível evitar a recessão (*soft landing*)?

### Os EUA ainda não estão em recessão

Os dados económicos mais recentes não mostram uma economia em recessão, embora todos, e em especial os mais associados às perceções dos agentes económicos, revelem uma tendência generalizada para a moderação. Por exemplo, os PMI e ISM encontram-se abaixo dos 50 pontos, o que separa os níveis compatíveis com a expansão económica dos associados com uma contração da atividade. Do mesmo modo, os indicadores de confiança dos consumidores atingem níveis muito baixos (por exemplo, o índice de sentimento da Universidade de Michigan está abaixo dos níveis registados durante a pandemia e, em junho de 2022, registou o seu nível mais baixo desde 1978). Apesar da produção industrial e das vendas a retalho não apresentarem uma evolução tão adversa, a sua evolução homóloga encontra-se ligeiramente acima da média histórica, embora tenha tendência descendente. Por outro lado, o mercado de trabalho não só demonstra sinais de enfraquecimento, como também apresenta níveis de saturação que, para alguns indicadores, é incomum. Por exemplo, por cada desempregado há atualmente 1,7 postos de trabalho disponíveis, um rácio que chegou quase aos 2 em abril do ano passado e cuja média

### EUA: vagas de emprego



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

histórica é de 0,64. A taxa de desemprego situa-se nos 3,5%, a mais baixa de sempre, e o ritmo da criação de postos de trabalho é ligeiramente superior à média de 2015-2019, embora tenha moderado. Deste modo, tendo em conta esta combinação de indicadores, é possível dizer que os EUA estão em recessão? Recentemente,<sup>1</sup> explicamos que uma recessão é caracterizada pela diminuição significativa da atividade económica em todas as áreas económicas, de forma generalizada, e por um período prolongado. Outra definição comumente utilizada, embora incompleta, é a de que uma recessão técnica ocorre quando se observam contrações do PIB durante dois trimestres consecutivos. Se tivermos em consideração a segunda definição, podemos concluir que os EUA já entraram em recessão em 2022, e não excluiríamos a hipótese de voltar a acontecer em 2023. Ora, com a primeira

### EUA: principais indicadores de atividade

	Dezembro 2022	Novembro 2022	Outubro 2022	Setembro 2022	Média 2015-2019	Média crise financeira (2008-2009)	Média COVID (março-dezembro 2020)
Vendas a retalho (% homólogo)	6,0	6,0	8,0	8,4	3,5	-4,2	-0,3
Produção industrial (% homólogo)	1,7	2,2	3,4	5,0	0,1	-7,3	-8,1
Conference Board - Confiança dos consumidores (índice)	108,3	101,4	102,2	107,8	115,3	51,6	94,9
Universidade de Michigan - Sentimento dos consumidores (índice) *	64,6	59,7	56,8	59,9	95,2	65,0	77,8
Universidade de Michigan - Expectativas dos consumidores (índice) *	62,0	59,9	55,6	56,2	85,6	60,7	72,2
ISM indústrias (índice)	48,4	49,0	50,2	50,9	54,0	46,8	52,8
ISM serviços (índice)	49,6	56,5	54,4	56,7	56,7	46,8	53,9
Taxa de desemprego (%)	3,5	3,6	3,7	3,5	4,4	7,5	9,0
Criação de emprego (milhares de trabalhadores)	223,0	256,0	263,0	269,0	190,2	-358,5	-1.000,7

Nota: \* Os dados correspondem ao mês seguinte do indicado.

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

1. Ver o Focus «EUA: em recessão?» no IM09/2022.

definição, utilizada pelo NBER, não podemos afirmar que os EUA tenham entrado em recessão em 2022, nem que correm o risco de se confrontarem com esta situação a curto prazo.

### Os ventos para 2023

O que sustenta a visão pessimista do consenso dos analistas? Em primeiro lugar, o endurecimento da política monetária da Reserva Federal em 2022 foi de uma intensidade desconhecida desde os anos oitenta. O aumento das taxas de juro, em conjunto com o processo de redução do seu balanço, terá um impacto na atividade económica longe de ser negligenciável. Em concreto, estima-se que, por cada aumento de 100 p.b. das taxas de juro oficiais, o PIB ao fim de quatro trimestres seja reduzido em quase 0,5 p.p.<sup>2</sup> Assim, o aumento das taxas observado até ao momento, e que ainda deverá registar-se no 1T de 2023, poderia diminuir mais de 2 p.p. do PIB dos EUA durante 2023. Este efeito já é visível na componente do PIB mais sensível às taxas de juro, o investimento residencial.<sup>3</sup>

Outra previsão para os EUA é a queda dos indicadores de confiança apresentados acima e o cenário de constante incerteza no qual se instalou a economia mundial, incluindo a dos EUA. Embora a queda dos indicadores de confiança e das expectativas não impliquem imediatamente uma contração da atividade, fornece-nos, sim, sinais de que as famílias e as empresas devem ser mais cautelosas nas suas ações e, por exemplo, adiar decisões de investimento e de consumo. Finalmente, os EUA não são alheios às dinâmicas globais. Estes ventos não acontecem apenas do outro lado do Atlântico. A desaceleração económica é mundial, pelo que é provável que a procura externa dos EUA não tenha a força necessária para compensar as dificuldades da procura interna.

### Conseguirão os ventos favoráveis soprar com a força suficiente?

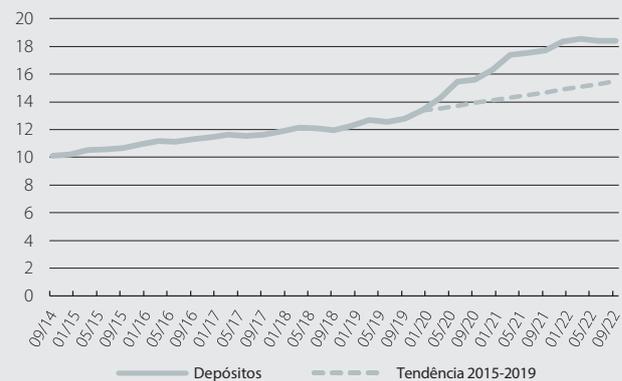
Neste contexto, pode haver menos motivos para estar otimista relativamente à economia dos EUA, mas existem. O principal é o consumo privado, que prevemos que possa contribuir de forma positiva para o PIB em 2023. E isto é particularmente importante no caso dos EUA, em que o consumo privado é o principal motor da economia, representando cerca de 70% do PIB (na zona euro ronda os 50% e na China é inferior a 40%). A resistência prevista baseia-se em duas premissas: na força do mercado de trabalho e nas poupanças acumuladas durante a pandemia. O primeiro factor é a premissa chave, partilhado por vários membros da Reserva Federal. De acordo com as suas estimativas publicadas no último quadro macroeconómico, que coincidem em muitos aspetos com as nossas, o crescimento da taxa de desemprego não deverá ser tão acentuado. Isto pode ser explicado pelo grande desajustamento atual da oferta e da procura de emprego; existem ainda muitos

2. Ver Rush, J. (2021). «Bloomberg Economics Forecast Models for the U.S., U.K. and Euro Area». Bloomberg.

3. A componente de investimento residencial, que reflete sobretudo a evolução do mercado imobiliário, acentuou a sua queda em 2022, embora o investimento, no seu conjunto, tenha continuado a crescer em 2022 graças às outras subcomponentes (investimento em equipamentos, estruturas e propriedade intelectual).

### EUA: depósitos das famílias

(Biliões de dólares)



Nota: A linha tracejada mostra a evolução dos depósitos, assumindo um crescimento médio entre 2015 e 2019 a partir do 1T de 2020.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Reserva Federal.

postos de trabalho,<sup>4</sup> pelo que é razoável pensar que alguns dos trabalhadores que poderiam perder o seu trabalho num contexto de desaceleração e subida das taxas de juro, poderiam encontrar outros postos de trabalho.

O outro elemento, a poupança acumulada, pode ser um amortecedor da redução do poder de compra das famílias. Como constatámos num artigo recente,<sup>5</sup> a poupança acumulada atingiu os 12% do PIB e, segundo as últimas estimativas, as famílias ainda não consumiram 60% deste montante. Embora seja muito provável que estas poupanças não estejam distribuídas equitativamente pelos diferentes percentis de rendimento, cuja tendência para o consumo varia, e uma parte destas poupanças acumuladas se encontrem em ativos pouco líquidos ou tenham mesmo sofrido perdas decorrentes de flutuações nos mercados financeiros, ainda poderá ser disponibilizado algum suporte para o consumo privado. Em concreto, estimamos que os depósitos das famílias norte-americanas são 18% mais elevados em relação ao que poderiam ter sido caso não se tivesse ocorrido a pandemia (foram até 23% mais elevados, mas a menor taxa de poupança no último período de 2022 começou a esvaziar os depósitos).

O cenário é exigente e assim permanecerá em 2023. Entre as muitas incertezas, devemos observar de que forma se irão desenvolver este ano, as pressões inflacionistas e as condições financeiras estarão presentes. Se, tal como pensamos, a inflação mantiver a sua tendência descendente, mas ainda com níveis elevados, poderá deixar de ser um vento tão desfavorável como foi em 2022. Além disso, a flexibilização das condições financeiras (por exemplo, a taxa de juro soberana a 10 anos e a taxa de juro de uma hipoteca padrão a 30 anos caíram cerca de 70 p.b. e 90 p.b., respetivamente, provenientes dos máximos do 4T de 2022) também aponta para a possibilidade de este vento ser ligeiramente mais fraco em 2023. Veremos se estes elementos, em conjunto com a força do mercado de trabalho e a significativa poupança acumulada, contribuem para amortecer um eventual *hard landing*.

4. Concretamente, mais de 10 milhões, quando a média desde 2000 é um pouco abaixo da metade desse número.

5. Ver o Focus «EUA: De que forma a poupança acumulada pode apoiar a economia?» no IM07/2022.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	1,0	1,0	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	17,5	8,6	11,2	7,8	8,5	7,1	6,4	7,2	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	101,4	109,0	107,1
Produção industrial	4,9	3,9	4,8	4,5	4,1	2,4	2,2	1,6	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	49,0	48,4	47,4
Habitções iniciadas (milhares)	1.605	1.555	1.720	1.647	1.450	1.403	1.401	1.382	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	...	299	314	310	...	303	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	59,9	60,1	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,6	...	-3,9	-4,0	-3,9	...	-3,8	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	7,1	6,5	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,7	...

## JAPÃO

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,1	...	1,2	1,6	1,5	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	34,8	33,1	31,2	29,6	28,6	30,3	31,0
Produção industrial	5,6	0,1	-0,6	-3,6	4,0	0,5	-0,9	-1,2	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	14,0	9,0	8,0	7,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	-4,9	-1,0	-1,9	-3,0	-5,1	-4,6	-4,9	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	-0,2	2,5	0,9	2,4	2,9	3,9	3,8	4,0	...
Taxa de inflação subjacente	-0,5	1,1	-0,9	0,8	1,5	2,8	2,8	3,0	...

## CHINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	2,9	-	-	-
Vendas a retalho	12,4	-0,8	1,6	-4,9	3,5	-2,7	-0,5	-5,9	-1,8
Produção industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	5,0	2,2	1,3
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	49,2	48,0	47,0
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	681	889	728	824	908	889	907,7	905,1	889,1
Exportações	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	-6,8	-0,6	-9,0	-10,1
Importações	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	-6,5	-0,7	-10,6	-7,5
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	2,1	1,6	1,8
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,80	3,65	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	7,1	7,2	7,2	7,0

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

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

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	5,5	...	6,1	1,1	-0,7	...	-2,8	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	9,0	...	-0,2	0,4	1,8	...	2,0	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	...	-13,6	-22,6	-26,9	-26,9	-23,8	-22,1	-20,9
Sentimento económico	110,7	...	111,2	103,9	96,5	96,5	95,1	97,1	99,9
PMI indústrias	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	47,1	47,8	48,8
PMI serviços	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	48,5	49,8	50,7
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,4	...	3,0	2,6	1,7	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,6	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	7,9	7,3	7,3	7,6	7,2	7,1	7,0	7,1	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	9,5	8,1	8,5	8,1	7,9	7,8	7,8	7,8	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	5,5	3,5	5,5	4,3	2,3	1,9	1,9	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	2,6	1,9	3,5	1,7	1,4	1,1	1,1	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	6,8	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	0,5	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	6,7	3,9	6,4	5,0	2,7	1,7	1,7	-	-

## Preços

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Inflação geral	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	10,1	9,2	8,5
Inflação subjacente	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,0	5,2	5,2

## Setor externo

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Balança corrente</b>	2,6	...	1,8	0,7	-0,8	...	-0,9	...	...
Alemanha	7,4	...	6,6	5,4	4,2	...	3,8	...	...
França	0,4	...	0,1	-0,4	-1,3	...	-1,8	...	...
Itália	3,1	...	2,1	1,0	-0,6	...	-0,8	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,2	...	92,5	90,1	88,9	...	92,2	...	...

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	3,5	6,7	4,4	6,1	8,4	7,8	8,3	6,3	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,8	4,4	4,4	4,6	4,5	4,0	4,1	3,8	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,0	3,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,3	2,0	1,4	1,5	2,1	2,9	2,9	3,1	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	1,9	0,0	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	-0,3	0,9	5,3	11,9	11,9	14,0	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,6	0,7	2,0	4,3	7,6	8,5	11,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,1	1,3	...

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

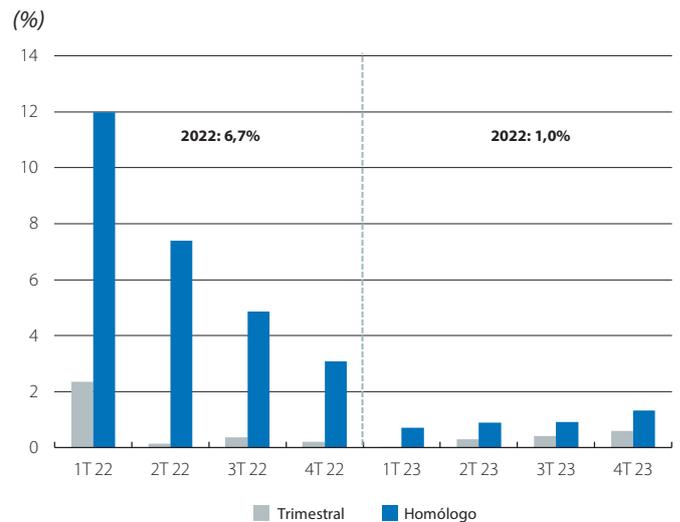
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.

## 2022 brilhante, 2023 com alguns escolhos

**Economia evita contração no 4T e avança 6,7% em 2022.** No 4T 2022, o PIB cresceu 0,2% em cadeia e 3,1% homólogo, uma desaceleração face ao trimestre anterior, resultado de um comportamento mais fraco do consumo, investimento e exportações. Os dados preliminares para o último trimestre do ano mostram que o PIB português está 3,2% acima do nível de 2019 (2,3% no conjunto da Zona Euro). Entretanto, os indicadores relativos ao novo ano são ainda muito escassos, cingindo-se praticamente à avaliação do sentimento dos agentes económicos em janeiro. Neste primeiro mês do ano, verifica-se uma melhoria da confiança em todos os setores. Entre os consumidores, a confiança recuperou para níveis semelhantes aos de setembro 2022, refletindo, essencialmente, uma avaliação mais positiva da situação económica do país esperada para os próximos 12 meses e das perspetivas de realização de compras importantes, também nos próximos 12 meses. A melhoria do sentimento nos restantes setores – indústria, construção, comércio e serviços – traduziu-se na melhoria do indicador de clima económico para 1,6%, mais 3 décimas do que há um mês atrás. Estes primeiros, associados a um comportamento mais benigno dos preços dos bens energéticos e maior resiliência da economia da Zona Euro – onde se encontram os principais parceiros comerciais de Portugal – sugerem a possibilidade de que a economia portuguesa possa evitar uma contração da atividade no 1T 2023. Para o conjunto de 2023, esperamos que a economia portuguesa avance 1%, uma desaceleração significativa face ao crescimento nos últimos dois anos, que em muito refletirá uma correção face ao impacto da pandemia na atividade em 2020-21, traduzindo também o pleno impacto do aumento dos juros na Zona Euro e a perda de poder de compra cumulativa. O cenário macroeconómico continua carregado de incerteza, mas os riscos para 2023 parecem-nos equilibrados.

**Inflação desacelera fortemente em janeiro de 2023.** A estimativa rápida do INE aponta para um valor homólogo de 8,3% no IPC global, confirmando a descida pelo terceiro mês consecutivo. A força deste dado é maior quando se verifica que a homóloga da inflação subjacente desceu pela primeira vez, de 7,3% para 7%, depois de 15 meses consecutivos de subida. Por detrás desta descida está o recuo mensal fortíssimo dos preços dos produtos energéticos (-9,1%), à boleia da eletricidade; mas também a componente subjacente recuou face a dezembro (-0,3%). A exceção foram os produtos alimentares não transformados, com forte subida mensal, de 1,37%. As variações homólogas dos preços na produção industrial registam desaceleração forte nos últimos meses de 2022, embora permanecendo em taxas ainda altas. Normalmente existe algum desfaseamento entre os movimentos destes preços e o IPC, mas esta tendência deverá estar já a emprestar algum contributo para o desagravamento nos preços do consumidor. Em suma, a nossa visão é a de que, face à taxa elevada e maior persistência da componente

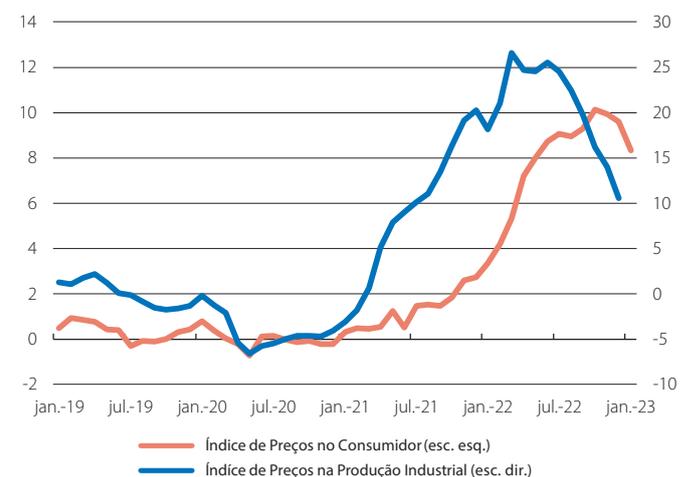
### Crescimento do PIB



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

### IPC e Índice de preços na produção industrial

Variação homóloga (%)



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

### Taxa de desemprego \*



Nota: \* Dados ajustados de sazonalidade.

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

core, a descida da inflação como um todo vai ser lenta e prolongada no tempo, e fecharemos o ano ainda com taxas homólogas perto de 3%.

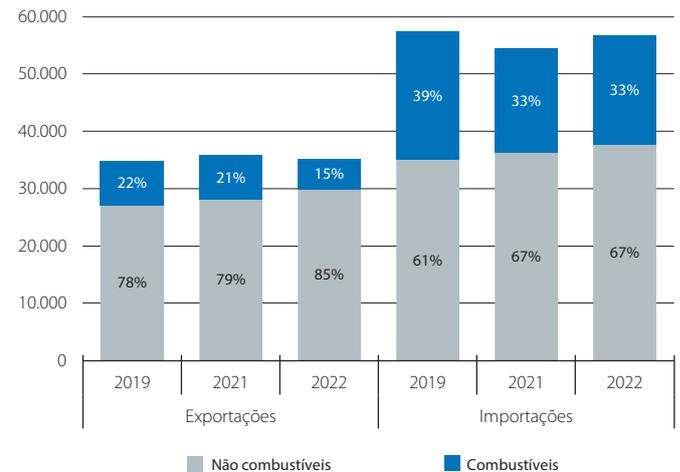
**A taxa de desemprego aumentou pelo segundo mês consecutivo em dezembro.** Mais concretamente, atingiu os 6,7% (ajustado de sazonalidade), um aumento de 0,2 p.p. face ao mês anterior e um aumento de 0,8 p.p. face ao mês homólogo. Assim, a taxa de desemprego atingiu o nível mais alto desde junho de 2021 e aproximou-se dos níveis registados em 2019. Por sua vez, a população empregada caiu em termos homólogos (-0,5%) pela primeira vez desde o início de 2021, mantendo-se, ainda assim, claramente acima dos níveis pré-pandemia e mantendo registos próximos do máximo registado em fevereiro. Também o desemprego registado aponta para uma reversão no mercado de trabalho no final do ano, com um crescimento em cadeia pelo quinto mês consecutivo em dezembro (+10.282 desempregados), mantendo-se, ainda assim, em níveis comparativamente baixos (em torno de 307.000 desempregados). Este comportamento está em linha com o antecipado pelo BPI Research para o 4T, sendo esperado que a taxa de desemprego tenha ficado em 6,0%, em média, em 2022.

**Balança comercial termina 2022 com défice próximo de 13% do PIB.** A primeira estimativa para o comportamento da balança comercial no 4T indica que as importações e exportações de bens cresceram 17,1% e 16% homólogo, respetivamente. A confirmar-se este dado, o défice da balança comercial rondará os 30 mil milhões de euros, mais 55% do que há um ano atrás, colocando o défice comercial em níveis idênticos aos observados em 2009. Mas apesar desta evolução negativa em termos nominais, um olhar sobre o comportamento das quantidades importadas e exportadas sugere-nos um cenário menos negativo. Até novembro, a quantidade total exportada era 1,6% inferior à do período homólogo, mas muito pela queda das vendas ao exterior de combustíveis, muito provavelmente motivada pelo aumento das vendas para o mercado interno num ambiente de preços mais elevados. Excluindo combustíveis, as quantidades exportadas aumentaram cerca de 6,5% e as importadas 4%.

**O saldo orçamental melhorou consideravelmente em 2022.** Mais concretamente, e de acordo com a nossa estimativa para o PIB, o défice orçamental terá ficado em 1,5% do PIB (-4,0% em 2021). Esta melhoria deveu-se ao crescimento expressivo da receita (11,1%), superando a última estimativa do Governo (inscrita no OGE 2023) em 62 milhões de euros (e em 720 milhões de euros comparativamente com o OGE 2022). Este crescimento deveu-se, essencialmente, à receita fiscal. Por sua vez, a despesa aumentou 5,1%, superando em cerca de 997 milhões de euros a última estimativa do Governo e devido à implementação de medidas adicionais de apoio para lidar com o aumento da inflação e dos preços da energia. No entanto, a despesa ficou abaixo do que estava inscrito no OGE 2022 (-880 milhões de euros), destacando-se a sobrestimação do investimento público (execução ficou 2.400 milhões de euros abaixo

**Quantidades exportadas e importadas**

(mil toneladas)



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

**Execução orçamental da Adm. Pública**

(Principais rubricas)

janeiro-dezembro (% PIB)	2019	2020	2021	2022	Var. 2022 vs. 2019	Var. 2022 vs. 2021 (milhões euros)
<b>Receitas</b>	<b>41,6</b>	<b>41,9</b>	<b>42,9</b>	<b>42,9</b>	<b>1,4</b>	<b>10.197</b>
Receita fiscal	24,2	24,3	24,0	24,6	0,4	7.110
Contribuições Seg. Social	10,5	11,2	11,3	11,1	0,7	2.252
<b>Despesas</b>	<b>41,8</b>	<b>47,7</b>	<b>46,9</b>	<b>44,5</b>	<b>2,6</b>	<b>5.144</b>
Despesas com pessoal	10,1	11,2	11,0	10,2	0,1	771
Transferências correntes	17,9	20,9	20,4	19,7	1,8	3.076
Aquisição bens e serviços	6,2	6,7	6,9	6,8	0,6	1.343
Juros	3,8	3,8	3,2	2,8	-1,0	-380
Investimento	2,3	2,6	3,0	2,8	0,6	314
<b>Saldo orçamental</b>	<b>-0,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>5.052</b>

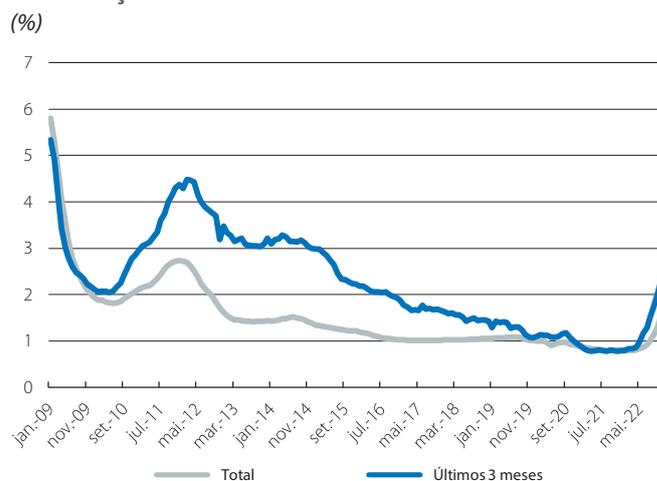
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

do OGE 2022). A execução em contabilidade pública permite tirar algumas conclusões sobre como terá ficado o saldo orçamental em contabilidade nacional, ainda que esta passagem seja pautada por significativa incerteza.

**A carteira de crédito ao sector privado não financeiro desacelerou no final de 2022.** Especificamente, aumentou 1,4% homólogo em dezembro, face ao crescimento em torno de 3% no início do ano. Por um lado, a carteira de crédito às empresas não financeiras caiu 1,0% homólogo, o que deverá estar relacionado com o início das amortizações das linhas de crédito COVID. Por outro lado, nos particulares, destaca-se o comportamento da carteira de crédito à habitação, em clara desaceleração na segunda metade do ano (2,7% homólogo, face a 3,8%

em junho). Ainda não existem dados para as novas operações de crédito à habitação em dezembro, mas sabe-se que o número de avaliações bancárias caiu pelo sétimo mês consecutivo (-20,2% homólogo). O aumento acentuado das taxas de juro, juntamente com a elevada inflação, contexto incerto e preços das casas em níveis expressivos, estará a restringir a nova contratação de crédito à habitação. De facto, a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação (informação disponibilizada pelo INE) aumentou cerca de 1,1 p.p. homólogo em dezembro, para 1,898% (o nível mais alto desde setembro 2012), um aumento que chega a atingir os 1,9 p.p. nos contratos celebrados nos últimos 3 meses (2,715%, máximo desde maio 2015). Com este aumento, a parcela da prestação mensal relativa ao pagamento de juros atingiu os níveis de outubro 2012 (em torno de 33%).

### Taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação\*



**Nota:** \* Inclui contratos para construção, aquisição e reabilitação.  
**Fonte:** BPI Research, com base nos dados do INE.

## Sem o BCE, como vai Portugal financiar-se em 2023?

A inflação galopante na Zona Euro obrigou o BCE a atuar de forma agressiva: para além do aumento das taxas de juro de política monetária em 250 p. b. em 2022, o banco central anunciou que deixaria de comprar dívida no âmbito do programa *Asset Purchase Programme* (APP) a partir de julho de 2022 e que a partir de março de 2023 reduziria os reinvestimentos em cerca de 15.000 milhões de euros em média, por mês, no 2T. Com Portugal a registar um (ainda) elevado rácio de dívida pública, uma política monetária restritiva relança os receios do aumento do custo de financiamento do Estado.

### Um olhar geral para a dívida pública portuguesa

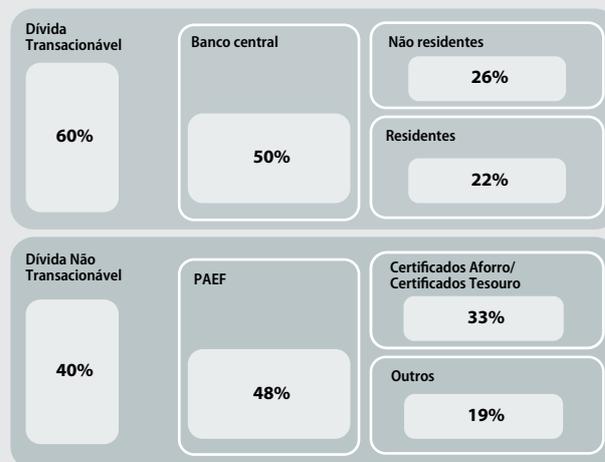
Um elevado rácio de dívida pública implica maiores responsabilidades para as gerações futuras e elevadas despesas com juros, recursos financeiros que poderiam ter alocados a outros fins (por exemplo, na melhoria dos serviços públicos). Importa também ter presente que encargos mais elevados com juros implicam que: i) o Estado tenha de aumentar receita (normalmente através da cobrança de impostos adicionais); ii) cortar noutras despesas (o que pode afetar áreas relevantes do serviço público, como a Saúde); ou iii) um conjunto das duas.

Portugal apresentava o terceiro maior rácio de dívida pública em 2021 (125,5%), acima da média da UE e da Zona Euro (87,9% e 95,4%, respetivamente). Esta situação coloca o país no radar das agências de *rating* e dos investidores internacionais. De facto, apesar das recentes revisões em alta do *rating* por parte da Fitch e S&P, estas agências não colocam de parte um *downgrade* desencadeado pelas contas públicas. A Fitch, por exemplo, revela que um eventual choque económico que contribua para uma reversão da trajetória da dívida pública e uma deterioração das perspetivas para as contas públicas no médio prazo são fatores que podem levar a uma revisão em baixa do *rating* de Portugal. Importa ter presente que o agravamento do custo de financiamento da República afeta também as famílias e empresas, tal como foi visível nas crises financeiras anteriores. Para além disso, um *rating* mais elevado significa que as agências avaliam o risco de crédito do país de uma forma mais favorável, com implicações positivas na procura por dívida portuguesa e na diversificação dos investidores, contribuindo para custos de financiamento mais baixos.

Para financiar a dívida, o Estado recorre a diferentes instrumentos.<sup>1</sup> Os principais instrumentos são as Obrigações do Tesouro (OTs) (representam 58% da dívida direta, mais

1. Na análise dos instrumentos e detentores de dívida pública optámos por analisar a dívida direta do Estado, informação divulgada pelo IGCP, uma vez que permite ter uma ideia mais concreta do peso do banco central (nacional e BCE) na dívida pública. Outros dados disponíveis não permitem retirar o BCE da dívida face a não residentes.

### Dívida Direta do Estado por detentor



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

do que os 43% registados em 2014) e os empréstimos oficiais (20%, face aos 36% registados em 2014, devido à amortização do empréstimo ao FMI). Por sua vez, os instrumentos de retalho têm ganho peso nos últimos tempos (ronda os 12%, superior ao registado em 2014, 8%), em linha com a recente corrida aos Certificados de Aforro (CA) (saldo vivo aumentou cerca de 5.200 milhões de euros desde final de 2021 até novembro), estimulada pela recente escalada das Euribor.

E quem detém a dívida pública portuguesa? Do conjunto da dívida pública direta transacionável (que representa pouco mais de 60% da dívida total), o banco central (BCE e Banco de Portugal) detém cerca de metade, o que compara com um peso muito menos assinalável no final de 2014 (13%). Seguem-se os não residentes, com cerca de 26% (44% em 2014), e os residentes (instituições financeiras, excluindo o Banco de Portugal), que detém cerca de 22% (face a 43% no final de 2014). Do conjunto de dívida não transacionável, destacam-se os empréstimos oficiais concedidos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (cerca de 48% da dívida não transacionável), e os CA e CT, que, no conjunto, representam cerca de 33% da dívida não transacionável.

### O que esperar para a dívida pública em 2023?

O Governo antecipa que o rácio de dívida pública diminua de 115% do PIB em 2022 para 110,8% em 2023, o que, a confirmar-se, será o rácio mais baixo desde 2010 (quando atingiu os 96,4%).<sup>2</sup> De igual forma, para este ano, está pre-

2. Importa ter noção que o (a) aumento (diminuição) da dívida pública não é explicado (a) apenas pelo défice (excedente) orçamental. Existem outros fatores que afetam a dívida pública e que não estão refletidos no saldo orçamental (ajustamento défice-dívida), que, em 2021, foi responsável por cerca de 40% da redução do rácio de dívida pública.

visto um ligeiro aumento das necessidades brutas de financiamento do Estado, de 23,7 em 2022 para 23,9 mil milhões de euros em 2023, em torno dos 10% do PIB (ver tabela). Este agravamento é justificado pelo aumento do défice do Estado em contabilidade pública e da aquisição líquida de ativos financeiros.<sup>3</sup> A isto, acrescem as amortizações de dívida de médio e longo prazo que se vão vencer em 2023.

Para fazer face a estas necessidades de financiamento, o Estado irá financiar-se nos mercados financeiros (com emissões de 19,8 mil milhões de euros de OTs e outra dívida de médio e longo prazo, e emissões líquidas de 4,3 mil milhões de BTs), junto da UE (0,3 mil milhões de euros) e junto do retalho (através de CA e de CT). O Estado pretende financiar-se num montante superior às suas necessidades de financiamento, já que pretende alocar 2 mil milhões de euros em depósitos, aumentando assim a almofada financeira do Tesouro em 2023 (de 5,9 para 8 mil milhões de euros em 2023), possivelmente reflexo do contexto incerto em que vivemos (em termos geopolíticos e económicos).

O Estado terá de ir ao mercado para refinanciar a dívida que irá vencer em 2023; de acordo com o IGCP, o montante total (entre OTs, BTs e empréstimos oficiais) deverá rondar os 19.500 milhões de euros, mais de 7% da dívida do Estado (excluindo produtos de retalho, como os CA e CT), e tem uma taxa de juro média ponderada (de cupão) de 3,9%. Apesar do esperado aumento do custo de financiamento em 2023, estimamos que a taxa de juro média ponderada deste refinanciamento possa ficar abaixo dos 3,5%, ou seja, ainda assim, e apesar do contexto, o Estado português deverá conseguir refinanciar a dívida que vence a um custo ligeiramente mais baixo do que a dívida vencida.

No entanto, um dos principais suportes ao baixo custo do financiamento de Portugal nos últimos anos foi a atuação do BCE. Com a retirada do banco central, que impacto é que isto terá para Portugal? Estimamos que o BCE deixe de reinvestir cerca de 3,6 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa no conjunto do ano, o que representa cerca de 6,7% da dívida na posse do BCE. Olhando de novo para as necessidades de financiamento do Estado português para 2023, chegamos à conclusão de que as necessidades de financiamento líquidas da intervenção do BCE correspondem a um montante praticamente semelhante ao de 2022, ou seja, ligeiramente acima de 20 mil milhões de euros (cerca de 8% do PIB).

3. De acordo com o CFP, a aquisição líquida de ativos financeiros é influenciada por: reembolso de empréstimos de médio e longo prazo por parte dos Serviços e Fundos Autónomos (3,9 mil milhões de euros); empréstimos de médio e longo prazo à Metro do Porto (2,4 mil milhões de euros); dotações de capital para a Infraestruturas de Portugal (1,7 mil milhões de euros) e CP (1,9 mil milhões de euros). Para mais informações, ver CFP (2022). «Análise da proposta de Orçamento de Estado para 2023».

### Necessidades de financiamento do Estado Português

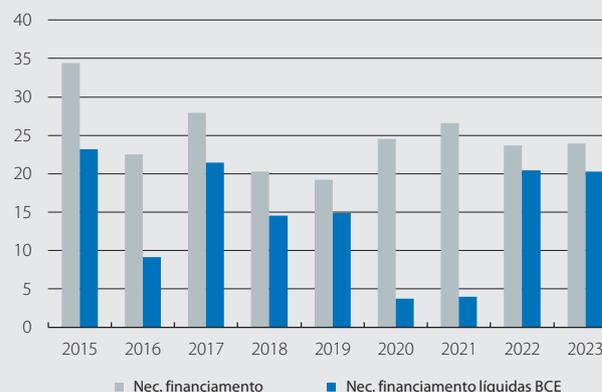
	2021	2022	2023
Necessidades líquidas de financiamento do Estado	13,8	8,3	12,4
Défice Orçamental *	9,5	5,3	5,9
Aquisição líquida de ativos financeiros	4,3	3,0	6,4
Amortizações de médio/longo prazo	12,9	15,4	11,5
OT+MTN	9,4	11,4	10,0
OTRV	3,5	3,5	-
Empréstimos oficiais	-	0,5	1,5
Necessidades brutas de financiamento do Estado	26,7	23,7	23,9

Nota: \* Défice do Estado em contabilidade pública. Fonte: BPI Research, com base nos dados do IGCP.

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

### Necessidades de financiamento com e sem o suporte do BCE

(Mil milhões de euros)



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

Em conclusão, parece-nos que o agravamento das condições de financiamento na Europa irá afetar o custo de financiamento do Estado português, mas estes custos deverão permanecer contidos em 2023. Ainda assim, este agravamento terá obviamente impacto nos encargos com juros, que terão um peso crescente na despesa pública, total e em percentagem do PIB, ao longo dos próximos anos.

Vânia Duarte

## As chaves para o cenário macro de Portugal

Foi em setembro que alterámos, pela última vez, as perspetivas económicas para Portugal. Desde então, algumas hipóteses modificaram-se. Em particular, as economias europeias têm revelado bastante resiliência, tendo evitado uma retração da atividade no 4T 2022; os preços da energia (petróleo e gás) recuaram substancialmente em reflexo, entre outros, de um inverno ameno e de bons resultados das políticas concertadas de energia; em contrapartida, a inflação tem revelado alguma resistência à queda, sobretudo as componentes mais persistentes (*core*), com algumas pressões ainda evidentes ao longo das cadeias de produção; e as taxas de juro de curto prazo vão aumentar mais do que prevíamos inicialmente (esperamos agora que a Euribor de 12 meses alcance 3,6%, em média, em vez de 2,7%, em 2023). Justifica-se por isso um ajustamento do nosso cenário, mas ligeiro, mantendo-se as principais tendências, como descrevemos em seguida. As principais variáveis (e alterações) do nosso cenário estão resumidas na tabela.

Quanto à atividade económica, a informação relativa ao último trimestre de 2022 indica um crescimento em cadeia de 0,2%. Tal como no resto da zona euro, o desempenho revelou-se melhor do que o esperado no início do trimestre. O consumo das famílias (componente que pesa mais de 60% no PIB), continua suportado pelas vendas de automóveis e pelas operações de levantamento e pagamento no multibanco; os dados relativos aos voos, sugerem que o dinamismo no turismo continua; tal como os níveis de faturação na indústria e nos serviços. Adicionalmente, a confiança está a melhorar desde o final do ano, de forma transversal à maioria dos agentes económicos e setores.

A estes sinais somam-se as reduções dos preços de algumas matérias-primas,<sup>1</sup> nomeadamente energéticas, que em grande parte se devem à acumulação de reservas com o objetivo de fazer face ao Inverno (que na Europa está a chegar tardiamente) e aos sinais de que a dependência do gás russo por parte da zona euro diminuiu; o suporte vem também da maior resiliência de alguns dados relativos à zona euro, destacando-se o PMI composto que melhorou significativamente desde outubro.

Mas ainda que os sinais se tenham tornado menos negativos, as perspetivas para 2023 continuam marcadas por fatores limitativos da procura. É de esperar um significativo abrandamento do consumo resultante do grande e

1. Face à evolução recente dos preços do petróleo e do gás revimos em baixa as previsões para os preços em 2023. No caso do petróleo revimos o preço médio em 2023 para cerca de 85 dólares por barril, menos 10 dólares do que a anterior previsão; e para o gás revimos para cerca de 110 €/MWh, significativamente abaixo dos 200 €/MWh anteriores.

### Portugal - cenário principais variáveis macro

		2021	2022	2023
<b>PIB</b> (anual, %)	BPI Jan.-23	5,5	6,7	1,0
	BPI Dez.-22	5,5	6,3	0,5
<b>Tx. de desemprego</b> (média anual, %)	BPI Jan.-23	6,6	6,0	6,4
	BPI Dez.-22	6,6	5,9	6,4
<b>Inflação</b> (média anual, %)	BPI Jan.-23	1,3	7,8	5,5
	BPI Dez.-22	1,3	7,9	5,7
<b>Défice público</b> (anual, % do PIB)	BPI Jan.-23	-2,9	-1,1	-0,9
	BPI Dez.-22	-2,9	-1,5	-1,3
<b>Dívida pública</b> (anual, % do PIB)	BPI Jan.-23	125,5	114,3	109,7
	BPI Dez.-22	125,5	115,6	113,4
<b>Saldo balança corrente</b> (anual, % do PIB)	BPI Jan.-23	-1,1	-1,5	-1
	BPI Dez.-22	-1,1	-1,5	-1
<b>Saldo balança corrente e capital</b> (anual, % do PIB)	BPI Jan.-23	0,6	-0,7	1,3
	BPI Dez.-22	0,6	-0,7	1,3

Fonte: BPI Research, com base nas próprias previsões.

rápido aumento das taxas de juro (acima do que antes esperávamos) e da permanência da inflação em níveis elevados; o mercado de trabalho perderá pujança, mas continuará a ser um suporte importante para as famílias. Por sua vez, o investimento tenderá a crescer menos do que seria de esperar com a receção dos fundos europeus, também em resultado do aumento dos custos de financiamento. Acresce que o contributo da procura externa deverá moderar com as exportações a refletirem menos procura por parte dos principais parceiros.

A incorporação desta informação, levou-nos à revisão do crescimento para 1% em 2023.

Quanto à inflação, o sentimento é de que irá desacelerar ao longo de 2023, mantendo-se, no entanto, elevada. A descida dos preços dos bens energéticos trará algum alívio, mas não evitará que os preços de outros bens continuem a refletir ou a permanência de constrangimentos na oferta, como é o caso dos bens alimentares, ou o prolongamento da incorporação de custos de produção mais altos no preço final de outros produtos. Neste cenário, é muito provável que a inflação permaneça acima dos 5%, uma queda face a 2022, mas ainda muito acima do objetivo de 2% do BCE.

Nas contas públicas, o desempenho tem sido muito positivo, evidenciando a preocupação do governo em evitar uma avaliação negativa do risco de Portugal, o aumento indesejado dos prémios de risco exigidos à dívida pública portuguesa e o encarecimento excessivo do financiamento das empresas portuguesas. A política orçamental prudente continuará, pelo que esperamos mais melhorias no défice e no rácio de dívida pública, ainda que mais lentas,

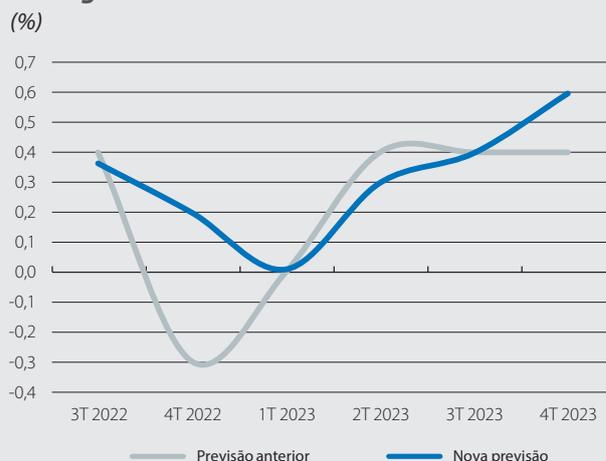
em linha com aumento do peso do serviço da dívida e constrangimentos à evolução da receita face ao abrandamento esperado da atividade económica.

Finalmente, as contas externas voltaram a terreno negativo. Portugal voltou a registar necessidades de financiamento face ao exterior, resultado do encarecimento das importações, sobretudo energéticas, das quais o país ainda é muito dependente (apesar das melhorias que explicámos em artigos anteriores).<sup>2</sup> Em 2023, esperamos que esta situação se corrija, regressando a um saldo externo positivo (balança corrente mais balança de capital), por via da melhoria da balança de capitais pela receção dos fundos europeus. Mas a balança corrente continuará negativa reforçando a perceção de que faltam ainda passos muito concretos para reforçar a produtividade e a competitividade face ao exterior.

Como tem sido uma constante nos últimos anos, o cenário macroeconómico vem carregado de incerteza e 2023 não é diferente, parecendo os riscos equilibrados atualmente mas com a sensação de que algo pode correr mal (de novo). Será que a atual vaga de frio na europa se prolongará, colocando pressão sobre os preços? E a abertura da China refletir-se-á no encarecimento da energia? Neste caso, a pressão sobre os preços aumentaria e a inflação seria mais elevada; o banco central tenderia a ser mais restritivo, limitando ainda mais o consumo e o investimento. Esperemos que não.

*Teresa Gil Pinheiro*

### Portugal: crescimento trimestral do PIB



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

2. Para maior detalhe, ver «Dívida externa: no bom caminho, mas com necessidade de fatores estáveis de redução», em IM01/2023.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Índice coincidente para a atividade	3,5	6,4	7,3	7,0	6,0	5,5	5,5	5,5	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	4,5	0,5	-2,1	2,0	1,8	0,1	-0,2	2,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-0,1	-2,3	-4,7	-6,6	-6,6	-6,9	-6,3
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	...	46,0	-22,6	4,3	...	0,2	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	...	25,8	4,5	-2,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	8,6	13,8	11,5	14,2	15,8	13,6	13,9	13,5	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,5	259,9	298,1	244,4	158,5	169,6	158,5	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,0	13,0	21,1	17,9	8,1	7,6	5,8	6,1
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	12,7	3,1	3,3	0,0	-1,7	0,5	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	4,6	7,0	5,6	3,5	2,3	2,2	2,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-19,3	-30,5	-31,8	-37,0	-37,7	-38,1	-37,0
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	2,8	...	4,7	1,9	1,1	...	0,4	-0,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	...	5,9	5,7	5,8	...	6,5	6,7	...
<b>PIB</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>12,0</b>	<b>7,4</b>	<b>4,9</b>	<b>3,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Preços**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Inflação global	1,3	7,8	4,3	8,0	9,1	9,9	9,9	9,6	8,3
Inflação subjacente	0,8	5,6	3,1	5,5	6,5	7,2	7,2	7,3	7,0

**Setor externo**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	...	21,2	18,9	22,7	...	24,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	...	33,3	31,5	35,1	...	33,8	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>-2,5</b>	<b>...</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>...</b>	<b>-4,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	-5,7	...	-6,9	-6,4	-5,1	...	-5,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,2	...	2,7	1,7	0,8	...	1,1	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>1,2</b>	<b>...</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>...</b>	<b>-1,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	8,9	8,2	7,8	6,4	6,5	6,4	...
À vista e poupança	16,3	7,3	15,3	12,9	11,2	7,3	7,3	7,3	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	1,1	2,3	3,3	5,2	5,4	5,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	9,8	8,5	-0,1	12,4	10,7	12,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>8,9</b>	<b>8,2</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	2,9	1,4	2,8	2,5	1,9	1,4	1,4	1,4	...
Empresas não financeiras	2,2	-1,0	1,2	0,7	-0,5	-1,0	-1,1	-1,0	...
Famílias - habitações	3,3	2,7	3,0	3,8	3,3	2,7	3,0	2,7	...
Famílias - outros fins	3,1	2,9	6,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,9	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	5,3	-1,3	-1,5	-2,7	-0,2	-2,7	...
<b>TOTAL</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>...</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>3,7</b>	<b>...</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>...</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

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.

## As perspectivas em Espanha melhoraram ligeiramente, embora o cenário seja ainda muito desafiante

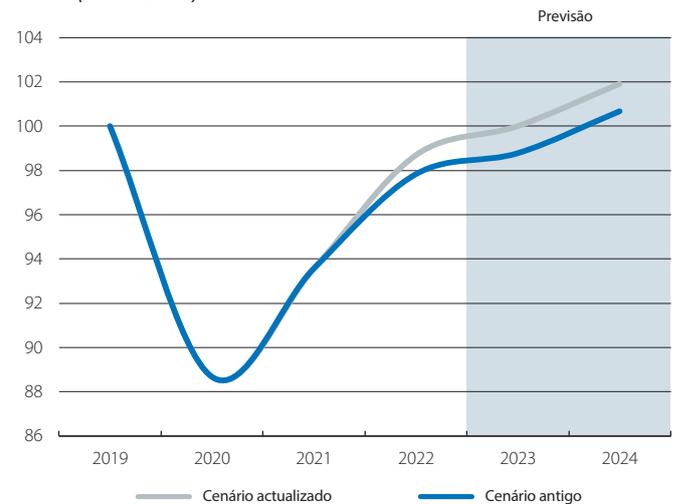
Após quase um ano de crise energética, a economia espanhola revela-se mais resiliente do que o esperado. Se em dezembro de 2021, a nossa previsão de crescimento do PIB para 2022 era de 5,9%, em março, após o início da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, baixámos esta previsão para 4,2%. No final, apesar do conflito geopolítico, do aumento da inflação e do endurecimento das condições macrofinanceiras, a economia registou um crescimento notório, de 5,5%. Nos próximos trimestres, a economia espanhola continuará a enfrentar um contexto adverso, marcado pela incerteza geopolítica e pelo aumento das taxas de juro. De qualquer modo, contará também com alguns elementos que apoiam o crescimento da atividade, como a aceleração da implementação dos fundos da NGEU e a recuperação dos sectores mais penalizados pela pandemia, nomeadamente, o turismo. Embora se mantenha em níveis elevados, é provável que a inflação registre uma moderação um pouco mais rápida do que o previsto, graças à queda dos preços da energia. Tudo isto, em conjunto com um melhor desempenho da economia na recta final de 2022, permitiu-nos rever ligeiramente a previsão de crescimento do PIB em 2023 em alta, de 1,0% para 1,3%.

### O PIB encerrou o ano em terreno positivo, mas a procura interna apresentou-se muito débil na parte final do ano.

Após a subida acentuada dos preços da energia em agosto, as previsões de consenso dos analistas em setembro apontavam para uma queda do PIB no 4T 2022. O que não se verificou e o PIB cresceu 0,2% em cadeia (2,7% homólogo). Contudo, de acordo com os dados preliminares do INE, a composição do crescimento revela um enfraquecimento da procura interna. Esta diminuiu 0,9% trimestralmente, decorrente da contracção do consumo privado (-1,8% trimestral) e do investimento (-3,8% trimestral). Deste modo, o crescimento do PIB resultou da contribuição da procura externa devido à queda das importações (-4,2% trimestral), que foram arrastadas pela fraca procura interna, o que ultrapassou amplamente a diminuição das exportações (-1,1%).

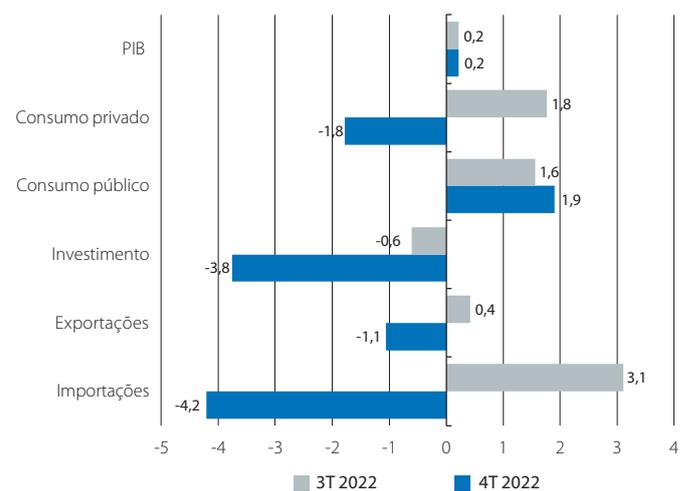
No último trimestre de 2022, verificou-se uma desaceleração do crescimento do emprego. O emprego, de acordo com o Inquérito às Forças de Trabalho (IFT), manteve-se estável, em termos ajustados de sazonalidade, no final de 2022. Em termos não ajustados de sazonalidade, o emprego registou uma diminuição de 81.900 pessoas, a primeira queda no 4T desde 2017. Pela positiva, destaca-se a diminuição da taxa de trabalho temporário para 17,9%, a mais baixa da série histórica e menos 7,5 p. p. em comparação com o registado no 4T 2021. Finalmente, a taxa de desemprego subiu para 12,9%, de 12,7% no 3T, 4 décimas abaixo do registado no final de 2021. Em termos médios anuais, a taxa de desemprego de 2022 atingiu os 12,9%, face aos 14,8% de 2021.

### Espanha: PIB Índice (100 = 2019)



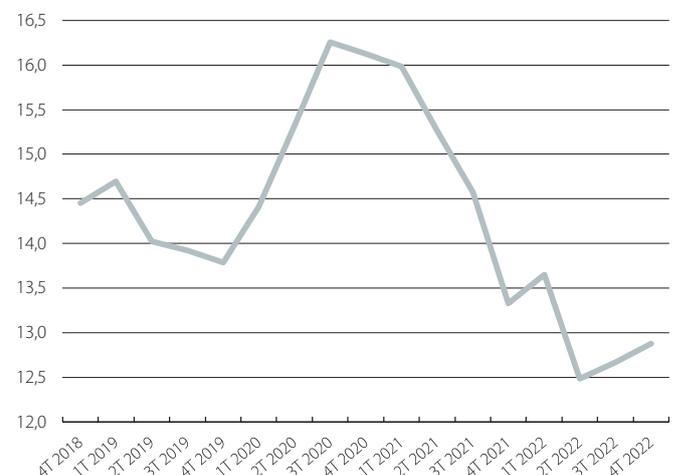
Fonte: BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

### Espanha: componentes do PIB Variação intertrimestral (%)



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

### Espanha: taxa de desemprego (% de população activa)



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

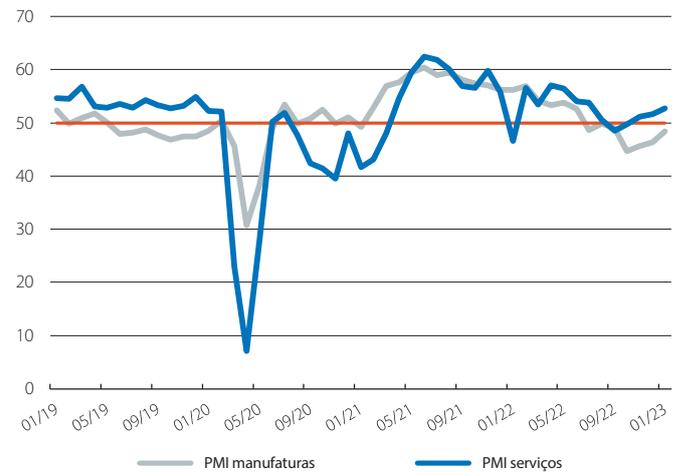
**Os primeiros indicadores de actividade disponíveis para 2023 apresentam sinais encorajadores.** Assim, em janeiro, o índice PMI do sector manufatureiro subiu 2 pontos até 48,4 pontos, um valor inferior ao limite que define a zona de crescimento (50), mas que sugere que a deterioração da actividade industrial está a diminuir. Além disso, o indicador homólogo do sector dos serviços cresceu 1,1 pontos, até 52,7 pontos, situando-se firmemente na zona de crescimento. Por sua vez, de acordo com os dados de inscrição na Segurança Social, o ano começou melhor do que o esperado. Contudo, como é habitual no mês de janeiro, as inscrições diminuíram, em termos ajustados de sazonalidade o emprego cresceu para 57.726 pessoas, o que representa um aumento de 0,4%, em comparação com a média do 4T 2022. Do mesmo modo, do lado do consumo, o monitor de consumo do BPI Research mostra que em janeiro a actividade dos cartões espanhóis continuou a recuperar, como já se verificava desde o início de dezembro, com um crescimento homólogo de 10% em janeiro, face aos 8% de dezembro e 5% de novembro.

**A inflação subjacente continua a aumentar, ao passo que a inflação geral estabiliza.** A inflação geral interrompeu a sua tendência recente para a moderação e, em janeiro, situava-se nos 5,8%, 1 décima acima do valor de dezembro. Em contraste, a inflação subjacente (que exclui a energia e os alimentos não transformados) registou uma subida acentuada de 5 décimas para os 7,5%, apesar da redução do IVA em alguns alimentos. Segundo o INE, o ligeiro aumento da inflação geral em janeiro deve-se ao aumento dos preços dos combustíveis, após o final do bónus de 20 cêntimos por litro para todos os utilizadores, e a uma redução dos preços do vestuário e calçado inferior à verificada em janeiro do ano passado. No entanto, estas dinâmicas foram praticamente compensadas pela redução significativa dos preços da electricidade. Com efeito, de acordo com dados da Red Eléctrica Española, a tarifa regulada situou-se nos 129 €/MWh na média de janeiro, representando uma acentuada queda homóloga de 55%. Da mesma forma, o INE anunciou que, a partir deste dado do IPC de janeiro, as componentes de electricidade e gás natural irão incluir dados do mercado livre no seu cálculo. Com a inclusão destes dados, é provável que a dinâmica dos preços da energia seja um pouco mais estável, uma vez que os preços do mercado livre tendem a oscilar menos.

**Melhoria acentuada na balança comercial não energética.** Em novembro, o défice do comércio externo atingiu os 3.313 milhões de euros, valor inferior ao do mesmo mês do ano anterior (4.207 milhões), quebrando, assim, a tendência de enfraquecimento registada nos últimos meses. Esta melhoria resultou do saldo dos bens não energéticos, que registou um excedente de 990 milhões de euros face a um défice de 1.199 milhões em novembro de 2021, o que corresponde a um crescimento das exportações (4,5% em volume homólogo) e a uma queda das importações (-3,5% em volume). Por sua vez, o défice energético continuou a crescer e atingiu os 4.303 milhões, 1,4 vezes maior do que há um ano, em virtude do elevado aumento das importações (+38,7%), impulsionado pelo crescimento dos preços (+31,7%).

**Espanha: PMI**

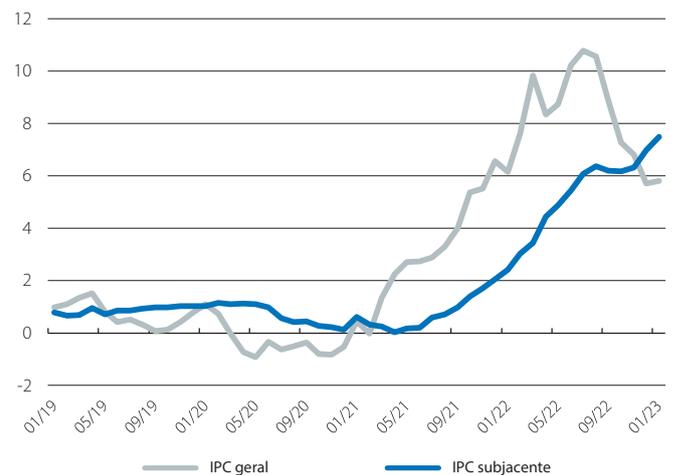
Nível



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

**Espanha: IPC**

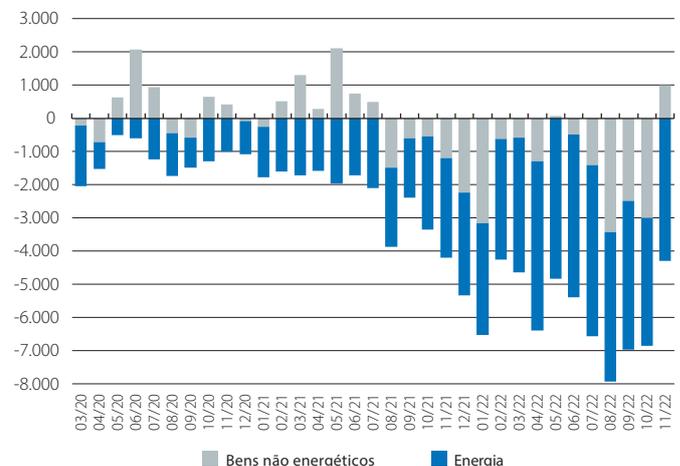
Variação homóloga (%)



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

**Espanha: saldo do comércio externo de bens**

(Milhões de euros) \*



Nota: \* Dados mensais.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Departamento Aduaneiro.

## A poupança e a riqueza financeira das famílias espanholas diminuem

### O aumento da inflação resultou na queda da taxa de poupança no 3T 2022

No 3T 2022, verificou-se uma queda acentuada da taxa de poupança das famílias. Importa recordar que nos dois primeiros trimestres de 2022, as famílias espanholas poupavam mais do que poupavam antes da pandemia. Concretamente, no 1T, a sua taxa de poupança (em percentagem do rendimento bruto disponível ou RBD) ajustada de sazonalidade foi de 10,1% e, no 2T, foi de 8,4%, ambos os valores acima dos 6,7% registados em média entre 2015 e 2019. No entanto, no 3T 2022, assistimos a uma queda significativa da taxa de poupança, atingindo os 5,7% ajustada de sazonalidade, a mais baixa desde o 3T 2018.

Perante o aumento da inflação, as famílias reduziram as poupanças para poderem suportar o consumo. Em particular, o aumento do consumo das famílias em termos reais foi de 1,4% em termos homólogos anuais, o que representa uma desaceleração significativa face aos 3,4% registados no 2T. No entanto, em termos nominais, o crescimento do consumo foi de 12%, um valor muito superior ao do aumento do rendimento bruto disponível, que foi de 1,6%.<sup>1</sup>

Tendo em consideração a composição do RBD, o bom desempenho do mercado de trabalho foi o principal impulsionador do seu crescimento (a remuneração dos assalariados cresceu 5,8% em termos homólogos no 3T), mas foi bastante atenuado pela contribuição negativa dos impostos (ver o segundo gráfico). Isto explica que o rendimento bruto primário (rendimento antes dos impostos e transferências) tenha aumentado muito mais do que o rendimento bruto total (5,1% do rendimento primário em termos homólogos anuais face a 1,6% do rendimento total).

Na média de 2022, prevê-se que a taxa de poupança seja ligeiramente superior a 6,0%, muito abaixo dos 13,7% de 2021. No futuro, estima-se que em 2023 a taxa de poupança das famílias continue a diminuir de forma gradual em consequência do impacto da inflação, ainda que de forma mais suave do que em 2022. Não é por acaso que esperamos que o consumo nominal cresça mais de 5% em 2023, um ritmo difícil de igualar pelo RBD num contexto caracterizado pelo crescimento dos salários ligeiramente mais dinâmico e pela revalorização de 8,5% das pensões, que serão parcialmente mitigadas pelo aumento dos juros pagos resultantes do aumento da Euribor. Assim, preve-se que em 2023 a taxa de poupança seja claramente abaixo da média de 2015-2019, ou seja, de 6,7%, conforme mencionado anteriormente.

1. Segundo as contas não financeiras, inclui famílias e instituições sem fins lucrativos (ISFL).

### Espanha: taxa de poupança das famílias

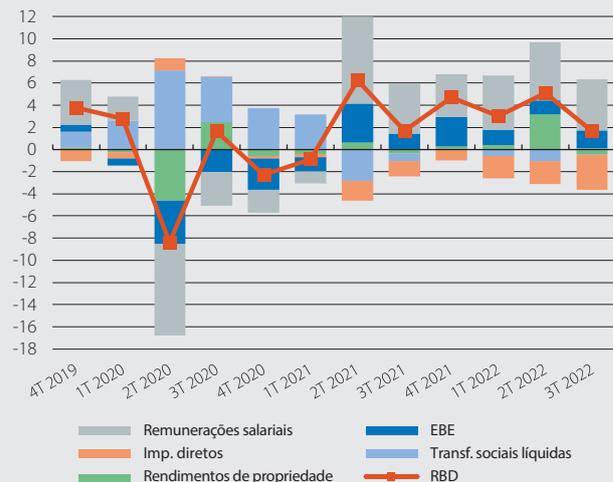
(% do rendimento bruto disponível)



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

### Espanha: rendimento bruto disponível das famílias

Variação anual (%) e contribuições



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

### As famílias diminuíram a sua dívida, mas a sua riqueza financeira também diminuiu

A queda da taxa de poupança refletiu-se nos ativos financeiros das famílias? A resposta é sim. Não é por acaso que a aquisição líquida de ativos financeiros no 3T foi de -27.800 milhões de euros; ou seja, verificou-se uma venda líquida de ativos, habitual nos 3T, ainda que neste caso por um montante superior aos registados na pré-pandemia (média de -23.546 milhões em 2015-2019). Esta «desacumulação» afetou todos os ativos financeiros, incluindo ações e fundos de investimento (FI), com cerca de 5.600 milhões de euros vendidos, o maior volume registado no 3T desde 2013.<sup>2</sup> Em contrapartida, verificou-se uma redu-

2. As participações em seguros e fundos de pensões também sofreram desinvestimento no valor de -2.061 milhões.

ção dos depósitos bancários das famílias em 1.219 milhões, um pequeno montante em comparação com -8.145 milhões em média nos 3T 2015-2019.

À venda líquida dos ativos financeiros acrescentou-se um efeito de revalorização negativo de 25.500 milhões de euros<sup>3</sup>, em virtude da queda dos preços nos mercados financeiros. Como resultado destes dois fatores, o *stock* de ativos financeiros das famílias diminuiu 53.431 milhões de euros (-2%), a maior queda desde o 1T 2020, para 2,6 bilhões de euros; em termos do RBD, montante que representa 324%, o nível mais baixo em dois anos. Assim, o *stock* de ativos financeiros continuou a desvalorizar e situa-se, em proporção ao RBD, 17,5 p.p. abaixo dos valores máximos atingidos no 4T 2021 e apenas 11 p.p. acima do nível pré-COVID. Em termos reais, o *stock* de ativos financeiros diminuiu desde o final de 2019, visto que aumentou 7,1% em termos nominais, enquanto a inflação acumulada foi de 11,7% no mesmo período.

Relativamente à estrutura da riqueza financeira das famílias, mantém-se a tendência dos últimos anos: os depósitos bancários continuam a ser o principal ativo e aumentam até a sua participação para 38,5% do total, 7 décimas a mais do que no trimestre anterior e 3 pontos acima dos níveis do 4T 2019. Por outro lado, os seguros e os fundos de pensões perdem importância, representando 12,7% do total, menos 3 pontos do que no final de 2019. Por sua vez, as participações em capital e os FI estabilizaram em torno de 43% do total.

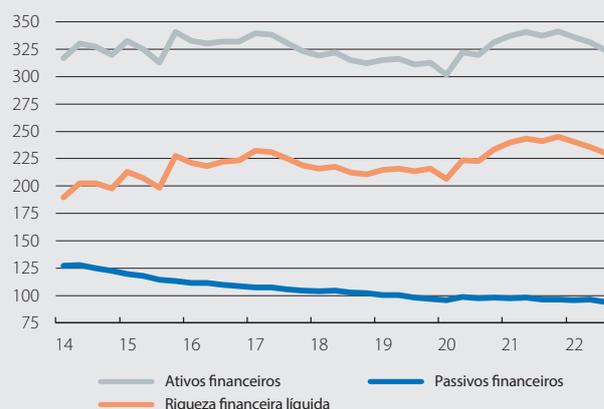
Relativamente aos passivos líquidos contraídos, as famílias amortizaram 9.846 milhões de euros de dívida (empréstimos bancários) durante o trimestre, embora ainda seja prematuro dizer que estamos a assistir à amortização antecipada perante o aumento das taxas de juro, uma vez que se trata de um fenómeno sazonal e este montante é apenas ligeiramente superior à média de 2015-2019 (-9.311 milhões de euros).<sup>4</sup> Como resultado, intensifica-se a redução da dívida das famílias: no 3T 2022, o saldo da dívida diminuiu 10.000 milhões de euros para um total de 707.528 milhões (-1,4%), 87,5% do RBD (89,1% no 2T), o rácio mais baixo desde o final de 2003.

Uma vez que o *stock* de ativos financeiros das famílias diminuiu com mais intensidade que o dos passivos, a riqueza financeira líquida manteve a sua trajetória descendente e caiu quase 6 pontos para 229,9% do RBD, a mais baixa desde o 3T 2020.

3. Destaca-se a notável perda no valor da carteira (-16.371 milhões) de participações: de capital e fundos de investimento, em conformidade com a deterioração dos preços das ações, e dos seguros e fundos de pensões (-10.500 milhões).

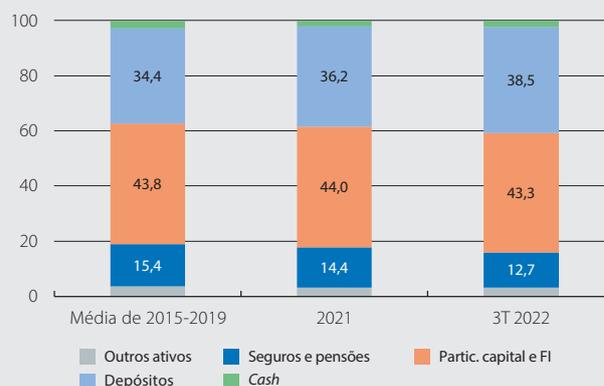
4. Em termos acumulados de quatro trimestres, a contratação de empréstimos permanece positiva e, até, acelerou (7.624 milhões vs. 6.870 milhões no conjunto de 2021).

### Espanha: balanço financeiro das famílias (% sobre o RBD)



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

### Espanha: estrutura da riqueza financeira das famílias (% sobre o total)



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

De qualquer modo, as famílias encontram-se numa melhor situação financeira para enfrentar com sucesso o enfraquecimento da atividade em comparação com a crise de 2008-2013, quer ao nível de riqueza, quer ao nível de endividamento, que nessa altura (4T 2008) se situavam em 252,3% e 132,5% do RBD, respetivamente.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	8,8	–	1,6	4,5	4,6	–	–1,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	–0,9	6,8	0,5	–5,2	–5,4	–7,6	–4,8	–3,9
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	45,7	46,4	48,4
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	–	31,6	18,8	8,8	–	3,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	–	41,8	33,6	23,0	–	18,0	...	...
Preço da habitação	3,7	8,1	8,5	8,0	7,6	...	–	–	–
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,5	313,4	311,7	208,4	129,5	143,7	129,5	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	51,2	51,6	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	5,1	0,8	0,3	1,2	0,1	1,7	–0,5	4,0	...
Matrículas de automóveis	158,0	–3,0	–7,5	–10,3	3,1	2,6	10,3	–14,1	51,4
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	–12,9	–26,5	–18,2	–26,8	–32,6	–28,2	–28,1	–25,3	–23,0
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	3,0	3,1	4,6	4,0	2,6	1,4	–	–	–
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,8	12,9	13,6	12,5	12,7	12,9	–	–	–
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	2,7	2,7	2,4	2,3
<b>PIB</b>	5,5	5,5	6,9	7,8	4,8	2,7	–	–	–

**Preços**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Inflação global	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	6,8	5,7	5,8
Inflação subjacente	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	6,3	7,0	7,5

**Setor externo**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	–	26,2	22,2	23,3	–	23,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	–	36,1	35,2	38,1	–	36,0	...	...
<b>Saldo corrente</b>	11,5	–	8,5	8,5	7,0	–	10,2	...	...
Bens e serviços	17,9	–	14,2	15,3	15,7	–	19,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	–6,4	–	–5,7	–6,8	–8,7	–	–9,6	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento</b>	22,4	–	19,8	21,5	19,8	–	23,3	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>3</sup>**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	5,2	5,4	5,3	3,6	3,7	2,9	...
À vista e poupança	10,3	7,9	9,3	9,2	8,2	5,0	5,2	3,6	...
A prazo e com pré-aviso	–24,4	–19,9	–26,8	–25,4	–19,2	–8,3	–8,6	–4,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,3	19,3	15,6	6,6	–4,2	–6,7	–4,0	...
<b>TOTAL</b>	6,7	5,1	6,0	6,0	5,4	3,0	2,9	2,4	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	0,3	0,7	0,2	0,8	1,3	0,4	0,7	–0,5	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	–0,5	0,7	2,4	0,8	1,3	–0,9	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	0,2	0,2	–0,2	...
Famílias - outros fins	–1,2	–0,7	–1,1	–0,5	–0,9	–0,2	0,2	–0,2	...
Administrações Públicas	15,3	0,1	3,4	1,9	–3,5	–1,1	–0,9	0,5	...
<b>TOTAL</b>	1,1	0,6	0,4	0,9	1,0	0,3	0,5	–0,4	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	4,3	–	4,3	4,1	3,8	...	3,7	...	...

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

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

## A inflação vai baixar? As grandes tendências para 2023

Diz o ditado que mais vale mau conhecido que bom por conhecer, mas a inflação constitui talvez um caso especial. Velha conhecida dos economistas, não apresentava números como os de 2022 desde os inícios de 1980. Por outras palavras, até 2021, quase 45% da população europeia nunca tinha vivido com inflações tão altas e apenas 30% as tinha visto em idade adulta. De facto, na última década a inflação suscitava preocupações devido à sua debilidade. Porém, após a pandemia e a invasão da Ucrânia, recuperou rapidamente o terreno perdido: se no final de 2019 o índice de preços da zona Euro (IHPC) era 7% inferior ao que deveria ter sido de acordo com a inflação objetivo de 2%,<sup>1</sup> o forte crescimento dos preços fechou essa brecha. O que vai acontecer em 2023?

### O Big Bang da inflação

As forças que fizeram descolar a inflação são globais, bastante imprevisíveis e exógenas. Em primeiro lugar, a pandemia causou grandes desajustes entre a procura e a oferta ao provocar perturbações na cadeia de abastecimento global, bloquear o consumo de serviços e redirecionar uma parte significativa da procura para os bens. Assim, surgiram estrangulamentos e a inflação começou a acelerar, impulsionada pelos bens, pelo aumento do preço dos alimentos e pelo efeito de bumerangue dos preços da energia (que tinham inicialmente caído com o início da pandemia). Mais tarde, a reabertura total suscitou igualmente um aumento dos preços dos serviços, à medida que estes normalizavam a sua atividade.

Os desajustes entre a oferta e a procura provocados pela pandemia deveriam ter um efeito transitório na inflação e, na ausência de efeitos de segunda ordem, desaparecer com a normalização das economias. De facto, os estrangulamentos têm vindo a diminuir e, de acordo com vários indicadores, encontram-se em níveis de relativa pouca pressão desde o outono de 2022 e contribuirão para travar a inflação em 2023, ainda que seja difícil precisar a que velocidade (a transmissão entre estrangulamentos e preços ao consumidor foi rápida em 2021, mas os dados históricos sugerem que poderão ocorrer atrasos até um ano).<sup>2</sup>

Antes que esta normalização se pudesse materializar, a invasão da Ucrânia acrescentou mais combustível à inflação, colocando uma pressão inusitada nos preços da energia e acentuando o aumento do preço dos alimentos.<sup>3</sup> Os movimentos foram tão virulentos (a energia chegou a aumentar mais de 40% em relação ao período homólogo nas principais economias desenvolvidas) que, através desta pressão nos custos de produção, o aumento dos preços da energia filtrou-se para uma grande parte do cabaz de consumo: por exemplo, na Zona Euro, estima-se que as componentes «sensíveis à energia» tenham acrescentado mais de 2 p. p. à inflação dos serviços e quase 3 p. p. à inflação dos bens (aproximadamente 50% da inflação em ambos os casos).<sup>4</sup>

Contudo, a virulência de 2022 terá, quase mecanicamente, um efeito em baixa em 2023. Por um lado, deve ter-se em conta que, em 2022 no seu conjunto, o petróleo e o gás, dois dos principais determinantes dos preços da energia, aumentaram 60% (Brent) e 180% (TTF). Uma repetição destes números em 2023 significaria preços extremamente pressionados: o petróleo nos 130 dólares e o gás nos 320 €/MWh. Mas a dinâmica dos últimos meses foi a oposta: os preços estabilizaram e as previsões (tanto dos analistas como dos futuros do mercado) sugerem que permanecerão em níveis mais baixos do que em 2022. Assim, na ausência de cenários extremos, a forte contribuição direta e positiva da energia deveria diluir-se rapidamente (ver o primeiro gráfico).<sup>5</sup> Por outro lado, os alimentos estão a ser afetados por efeitos de segunda ordem (o aumento dos próprios alimentos, a energia e outros fatores de produção) e as projeções não apontam para uma moderação antes de meados ou finais de 2023.<sup>6</sup>

Por último, tanto a pandemia como a invasão russa motivaram a ativação de ajudas fiscais para amortecer o impacto das crises nos rendimentos das famílias. Na pandemia, as medidas foram especialmente contundentes nos EUA e estima-se que tenham contribuído significativamente para a subida da inflação,<sup>7</sup> ao passo que na Europa se destacaram as ajudas contra a crise energética:

**Energia: contribuição para a inflação geral (p. p.)**



**Notas:** A partir de janeiro de 2023, as linhas sólidas mostram a contribuição da componente energética estimada de acordo com as nossas previsões dos preços do petróleo e do gás. As linhas descontinuas correspondem a um cenário mais severo (linha superior, com preços do gás parecidos aos de outubro de 2022 e o petróleo a acelerar até os 110 dólares) e favorável (linha inferior, com preços do gás de acordo com os futuros de janeiro de 2023 e o petróleo em torno de 75 dólares).  
**Fonte:** BPI Research, estimativas próprias com base em dados do Eurostat, do Bureau of Labor Statistics e da Bloomberg.

1. Ou seja, se desde o início de 2013 (quando a debilidade sustentada da inflação começou) os preços tivessem aumentado 2% ao ano.

2. Ver Celasun, O. et al. (2022). «Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next?». Fundo Monetário Internacional.

3. Ver o Focus «O impacto do aumento do preço das matérias-primas agrícolas nos países emergentes e de baixos rendimentos» no IM12/2022.

4. Ver Lane, P. (2022). «Inflation Diagnostics». The ECB Blog.

5. O gráfico projeta a contribuição da inflação energética em 2023 com base na sua relação histórica com os preços do petróleo e do gás. Consideramos três cenários: (i) as nossas próprias previsões energéticas, (ii) preços pressionados (gás aos níveis de outubro de 2022 e petróleo a acelerar para os 110 dólares) e (iii) preços relaxados (gás de acordo com os futuros de janeiro de 2023 e petróleo em torno de 75 dólares).

6. BCE (2022). Projeções macroeconómicas de dezembro de 2022.

7. Ver De Soyres, F., Santacreu, A. M. e Young, H. (2022). «Fiscal policy and excess inflation during Covid-19: a cross-country view». FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 15 de julho de 2022.

estima-se que tenham travado a inflação em pouco mais de 1 p. p. em 2022 e que continuem a subtrair 0,5 p. p. em 2023 (por conseguinte, a sua retirada em 2024 tenderá a aumentar os preços através de um efeito de base).<sup>8</sup>

### Os efeitos de segunda ordem através dos salários

Este ano, além disso, os bancos centrais terão o olhar posto num dos principais determinantes da inflação a médio prazo: os salários. Em teoria, os aumentos salariais superiores ao aumento da produtividade geram inflação devido aos custos mais elevados que as empresas têm de suportar. Do mesmo modo, os aumentos salariais a taxas dinâmicas estimulam a procura agregada de bens e serviços, o que, por sua vez, tende a exercer pressão sobre os preços. Os dados de 2022 mostraram como a evolução salarial nos EUA foi muito dinâmica, com aumentos homólogos superiores a 5%, enquanto na Zona Euro estas taxas se situaram em níveis não muito superiores à média histórica (2,4%).

Nos EUA, se bem que possa ser demasiado cedo para o afirmar, já se iniciou uma ligeira tendência decrescente dos salários, pelo que não é provável que os efeitos de segunda ordem sejam um problema em 2023. Na Zona Euro, o crescimento dos salários apresenta-se com taxas baixas, mas que estão gradualmente a aumentar. Afigura-se plausível que, juntamente com as pressões no mercado de trabalho para minimizar a perda de poder de compra, em 2023 se observem aumentos salariais superiores ao habitual. Para quantificar o impacto que os salários poderão ter na inflação nos próximos trimestres, identificamos as componentes do cabaz essencial que têm sido historicamente sensíveis aos aumentos salariais: 30% na Zona Euro e mais de 50% nos EUA.<sup>9</sup>

### Cabaz essencial sensível aos salários



**Notas:** Consideramos que uma componente é sensível aos salários se, na regressão dos mínimos quadrados ordinários da sua evolução de preços face aos salários atuais e o seu lag, algum dos coeficientes for positivo e significativo a 95%. Para a Zona Euro, utilizamos a amostra de 2001 a 2019 e para os EUA, de 2012 a 2019. \*Em vez de utilizarmos toda a amostra, fazemos a mesma regressão com uma amostra de cinco anos que vamos movendo no tempo (rolling window), permitindo assim que uma componente seja sensível à inflação em alguns períodos, e noutros não.

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

### EUA e Zona Euro: salários

Varição homóloga (%)



**Nota:** Para os EUA, apresentamos a evolução dos salários por hora e na Zona Euro, os salários negociados em acordos.

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

Este número oferece uma medida do risco aos efeitos de segunda ordem. Ou seja, se o crescimento salarial ganhar dinamismo na Zona Euro, sabemos que 30% do cabaz essencial tende a ser também suscetível de aumentar. Todavia, há diversos argumentos que mitigam este possível risco. O primeiro, é que ainda não se observam pressões salariais significativas na Zona Euro. De facto, os salários estão a crescer muito abaixo da inflação e os sinais de aceleração são contidos. O segundo, é que se nesse exercício ilustrativo permitirmos que as componentes possam mudar a sua condição entre sensível e não sensível ao longo do tempo,<sup>10</sup> vemos como o peso das componentes sensíveis diminuiu na Zona Euro desde o início da pandemia (ver o terceiro gráfico). E o terceiro, é que nos EUA, uma economia onde já se observou uma forte aceleração dos salários e com uma estrutura de cabaz de consumo um pouco mais suscetível aos efeitos de segunda ordem, a contribuição das componentes sensíveis aos aumentos salariais na inflação de base manteve-se em torno da média histórica. De facto, nos EUA, a principal componente que impulsiona a inflação de base e que é sensível aos salários é o custo da habitação (*shelter*), com um peso no cabaz superior a 40% e uma taxa homóloga de 7%. Espera-se que a inflação nesta componente se mantenha elevada ainda no primeiro semestre de 2023, devido à inércia que habitualmente manifesta, embora possa começar a moderar-se no segundo semestre do ano.

Em síntese, estas perspetivas de moderação da inflação em 2023 até um nível inferior a 4% no final do ano na Zona Euro e nos EUA, apoiam a nossa visão de que o ciclo de subida de taxas pelos bancos centrais deveria terminar antes deste verão (de facto, antes da primavera no caso da Fed). Contudo, tanto a Fed como o BCE vão querer manter uma posição restritiva durante algum tempo para assegurar o regresso ao objetivo de 2%, uma tarefa que não será fácil devido à inércia que a inflação de base parece suscetível de manifestar.

8. BCE, *op. cit.*

9. Especificamente, estimamos uma regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários de cada componente da inflação de base (excluindo energia e alimentos) contra os salários atuais e de um trimestre anterior. Consideramos que uma componente é sensível aos salários se algum dos coeficientes dos salários ou o seu lag for positivo e significativo a 95%.

10. Em vez de utilizarmos toda a amostra (de 2001 a 2019), fazemos a mesma regressão com uma amostra de cinco anos que vamos movendo no tempo (*rolling window*), permitindo assim que uma componente seja sensível à inflação em alguns períodos, e noutros não, sob as mesmas condições explicadas na nota anterior.

## Como irá evoluir a inflação a longo prazo? Uma abordagem global

Para além das perspetivas de inflação para o ano que agora se inicia, para completar a narrativa, é importante ter uma visão estrutural de onde estará a inflação a longo prazo nas economias avançadas e quais os factores que terão de ser acompanhados com especial atenção. A questão central consiste em perceber onde estará a inflação quando o ciclo que começou com a COVID-19, e que se prolongou com o início da guerra na Ucrânia, terminar, e o que acontecerá às metas de inflação.

### EUA e Zona Euro: expetativas da inflação dos consumidores a 3 anos



Notas: Mediana destas expetativas. Dados dos EUA disponíveis até dezembro de 2022 e da Zona Euro, até novembro de 2022.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Survey Household Expectations da Reserva Federal de Nova Iorque e do Consumer Expectations Survey (CES) do BCE.

Para que, a médio prazo, a inflação volte a situar-se perto dos 2,0%, o objetivo da maioria dos bancos centrais, será fundamental ancorar as expectativas dos agentes económicos em torno desse nível, ou seja, para evitar que pensem que entramos num mundo caracterizado por uma inflação persistentemente acima do objetivo. Conforme a análise do BCE, as expetativas de inflação dos consumidores europeus para os próximos três anos aumentaram de 2,0% para quase 3,0% em apenas um ano (ver o primeiro gráfico). Um salto não negligenciável que falta saber se se consolida ou se se desfaz.<sup>1</sup> A credibilidade do banco central e as suas políticas para evitar os efeitos secundários serão fundamentais. E a longo prazo, o ponto central deste artigo, fatores como a transição energética, a evolução da globalização e os fluxos migratórios desempenharão um papel fundamental nas dinâmicas da inflação.

Nas economias avançadas, a transição energética terá um impacto incerto no nível dos preços agregados, uma vez que existem diferentes forças contrárias a operar sobre os preços dos combustíveis fósseis. Do lado da oferta, a incerteza regulamentar pode diminuir a oferta destes combustíveis, levando à subida dos preços. Pelo contrário,

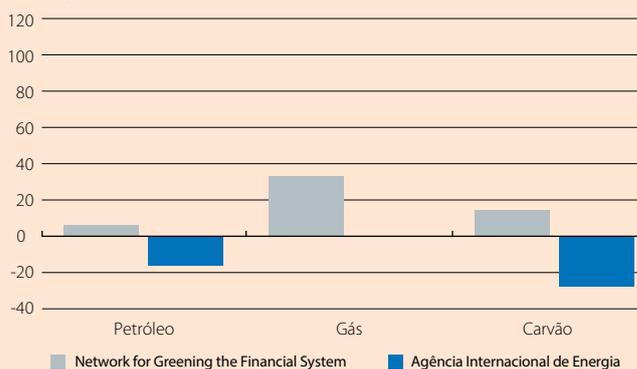
o *frontloading* da produção, decorrente das baixas expetativas, e o surgimento de inovações tecnológicas (captura e melhorias no armazenamento de carbono, etc.) reduziriam os preços. Do lado da procura, parecem dominar os factores que levariam à diminuição dos preços dos combustíveis fósseis: a preferência pela energia limpa e um aumento no investimento em energia verde diminuiria a procura por combustíveis fósseis e, por conseguinte, os seus preços, mas a introdução de um imposto sobre o carbono teria um efeito incerto, visto que, embora se reduza a procura e, consequentemente, o preço antes do imposto, dependendo da taxa de imposto, o preço depois do imposto poderia ser mais elevado.<sup>2</sup>

De qualquer forma, os estudos realizados até ao momento mostram que, ainda que se realize uma transição energética ambiciosa até 2030 (ver o segundo gráfico), o aumento do preço dos combustíveis fósseis diminuiria (6% no caso do petróleo e 30% no caso do gás no acumulado de 2020-2030, conforme a Network for Greening the Financial System).

Contudo, se for realizada com sucesso uma transição energética ambiciosa que limite o aumento da temperatura a 1,5 graus acima dos níveis pré-industriais, há um vasto consenso de que o impacto deveria ser desinflacionista. Não é por acaso que, de acordo com a Agência Internacional de Energia, em 2022, o custo marginal para a produção de energia solar já representava um quarto do custo marginal das instalações a gás na Europa. Quanto maior for a utilização das energias renováveis, mais rapidamente se verificará este impacto da redução de preços e atingir-se-á a «divina coincidência», expressão criada pelo membro do Comité Executivo do BCE, Fabio Panetta, para se referir a um mundo mais ecológico.<sup>3</sup> Em contrapartida, uma transição energética pouco ambiciosa implicaria pressões inflacionistas provocadas pelo aumento do protagonismo dos combustíveis fósseis (ao qual se deveria acrescentar os custos económicos do aumento das catástrofes naturais e dos fenómenos climáticos extremos).

### Preço internacional dos combustíveis fósseis em 2030, numa ambiciosa transição energética \*

Variação 2020-2030 (%)



Nota: \* Limita o aumento da temperatura a 1,5 graus acima dos níveis pré-industriais e atingem as 0 emissões em 2050. Calculado com base nos preços em dólares antes dos impostos.

Fonte: Panetta, F. Greener and cheaper: could the transition away from fossil fuels generate a divine coincidence? Discurso do BCE, novembro de 2022.

1. Em novembro, já se verificava uma incipiente inclinação para baixo.

2. Contudo, um estudo do FMI com a implementação gradual de um imposto de carbono para reduzir o nível de emissões em 25% em 2030 e com um aumento do peso das energias renováveis de 20 p. p. no *cabaz* energético mostra um aumento muito moderado da inflação em 2030 de, no máximo, 0,2 p.p. na Zona Euro. E praticamente insignificante se uma parte das receitas deste imposto for utilizada para conceder subsídios verdes aos principais setores produtivos. Ver o capítulo 3 do WEO de outono de 2022.

3. Ver o discurso de Fabio Panetta de novembro de 2022, *Greener and cheaper: could the transition away from fossil fuels generate a divine coincidence?*

No que concerne à globalização, pode-se dizer que, de um ponto de vista teórico, nas últimas décadas, teve um impacto desinflacionista nas economias avançadas. Em primeiro lugar, uma vez que as economias avançadas competem com os preços mais baixos das economias emergentes, a intensificação dos fluxos comerciais diminui não só a inflação importada como a interna, já que, graças ao aumento da concorrência, os produtores nacionais são forçados a melhorar a sua eficiência. Em segundo lugar, a digitalização e o aumento da informação disponível reforçaram a globalização através da criação de um mercado mundial único com custos de pesquisa muito baixos, o que se traduziu em preços mais baixos. E em terceiro lugar, a fragmentação da produção nas grandes cadeias de produção mundiais levou a que as economias emergentes com custos mais baixos se especializassem na produção de bens intermediários essenciais para a produção de bens de consumo. O terceiro gráfico do artigo mostra que, com o avanço da globalização em finais do século XX, o impacto do crescimento salarial interno na inflação subjacente nos EUA diminuiu.

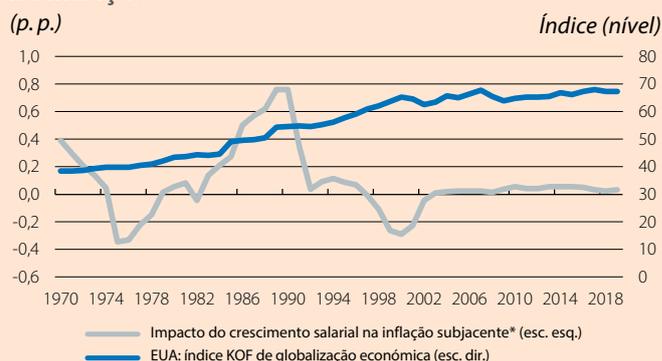
No entanto, quando se analisa de forma rigorosa a relação entre globalização e inflação, e tendo em conta as relações de causa-efeito, verifica-se que existe um impacto, embora de pequena dimensão.<sup>4</sup> A globalização reduziu a inflação nos bens, mas não nos serviços, o que é lógico, uma vez que são menos comercializáveis. Por exemplo, o aumento da informação disponível permitiu reduzir o preço dos bens (mais homogêneos e comparáveis do que os serviços), mas não o preço dos serviços.<sup>5</sup> Além disso, parece que outras forças foram mais importantes que a globalização para explicar a queda da inflação nas décadas que antecederam a guerra na Ucrânia: a globalização intensificou-se entre o final do século XX e 2010, ao passo que, por outro lado, a grande queda da inflação global ocorreu entre 1980 e 1997, período no qual os bancos centrais se tornaram independentes e estabeleceram metas de inflação, mas em que a globalização atravessava um período menos brilhante (a China aderiu à OMC em 2001, assinalando o seu auge).<sup>6</sup>

Atualmente, atravessamos uma fase de reestruturação da globalização. A emergência sanitária mostrou a importância de não depender de *inputs* essenciais fabricados em países terceiros, o que começa a recompensar as cadeias de abastecimento mundiais pela necessidade de diversificar os fornecedores. Além da necessidade da segurança do abastecimento, soma-se a reindustrialização das economias avançadas a nível ecológico e digital, a concorrência tecnológica entre os EUA e a China com o estabelecimento de barreiras ao acesso tecnológico e ao debate sobre a implementação de mecanismos de ajustamento do carbono nas economias desenvolvidas, de modo a estarem em pé de igualdade com as economias emergentes que não tributam as suas emissões. Mesmo que este processo levasse a uma certa desglobalização gradual, as pressões inflacionistas associadas deveriam ser moderadas, dado que o impacto da globalização nos preços não teve uma magnitude muito significativa.

Por último, não podemos terminar este artigo sem mencionar os fluxos migratórios. Entramos num mundo com pulsões protecionistas renovadas: a COVID-19 levou à redução dos fluxos migratórios por razões sanitárias e parece que é possível consolidar uma tendência de políticas migratórias mais duras. Os EUA são um caso paradigmático. Antes da COVID-19, quando a taxa de desemprego diminuía, registava-se a imigração de um maior número de trabalhadores para ocupar os postos de trabalho menos qualificados, uma tendência que deixou de se verificar. De facto, um recente estudo documenta que para estes postos de trabalho se verifica um nível de substituição muito reduzido entre trabalhadores imigrantes e trabalhadores nativos, o que torna os primeiros essenciais para ocupar estes postos de trabalho.<sup>7</sup> Desta forma, se estas tendências de limitação dos fluxos migratórios se consolidarem,<sup>8</sup> verificar-se-ão pressões salariais crescentes nestas profissões pouco qualificadas.

Em suma, num mundo mais protecionista com tendência para a globalização e um maior controlo migratório, será fundamental uma transição energética inteligente, bem concebida e com um forte investimento em tecnologias limpas, juntamente com uma política monetária clara e bem comunicada, para que a inflação atinja níveis razoáveis em conformidade com os objetivos dos bancos centrais.

### EUA : a globalização e o impacto dos salários na inflação



**Nota:** \* Coeficientes de regressões da inflação subjacente e o crescimento salarial com lag de um mês desde 1970, com rolling window dos 10 anos anteriores. Este coeficiente é interpretado como o aumento médio dos últimos 10 anos da inflação subjacente, se se verificar um aumento do crescimento salarial homólogo de 1 p.p. do mês anterior. Quanto mais elevado for o índice de globalização econômica, mais elevado será o nível de globalização.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e do Instituto Económico da Suíça.

4. Ver Attinasi, M. G. y Balatti, M. (2021). «Globalisation and its implications for inflation in advanced economies». ECB Economic Bulletin Articles, 4.

5. De acordo com os autores do estudo da nota 4, é necessário realizar mais investigações para compreender as diferenças de comportamento dos bens e serviços. O aumento da transparência da Internet reduz os custos de pesquisa e aumenta a concorrência no mercado de bens, no qual os produtos são mais comparáveis e homogêneos do que no setor dos serviços. A globalização também exerce um impacto ascendente nos preços dos serviços através de outro canal, como as cadeias de valor global: os serviços são entendidos como a «cola» e o catalisador das cadeias de abastecimento complexas. É, portanto, plausível que o valor acrescentado e as margens comerciais do setor dos serviços estejam correlacionados de forma positiva com uma utilização mais ampla das cadeias de valor globais.

6. Entre 1981 e 1997, a queda da inflação global foi de 6,9 pontos e, entre 1998 e 2010, foi de apenas 1,8 pontos. Em contrapartida, entre 1981 e 1997, o índice de globalização KOF aumentou 16,5% e, entre 1998 e 2010, 19,5%.

7. Comparando empresas semelhantes com acesso a trabalhadores migrantes para postos de trabalho pouco qualificados no sorteio de vistos dos EUA com aquelas que não o fizeram, verifica-se que, em média, as empresas que tiveram de reduzir em 50% a contratação de trabalhadores migrantes diminuíram a sua produção em 18% e não contrataram mais trabalhadores nativos para esses postos de trabalho. Ver Clemens, M. A. y Lewis, E. G. (2022). «The Effect of Low-Skill Immigration Restrictions on US Firms and Workers: Evidence from a Randomized Lottery». NBER Working Paper 30589.

8. Por ver. De facto, as alterações climáticas podem levar a grandes migrações devido a catástrofes naturais.

## As dinâmicas para 2023 da inflação em Portugal

Tendo a inflação sido um dos temas económicos dominantes de 2022, importa perspetivar qual será a dinâmica de evolução dos preços em Portugal este ano. Para tal, neste primeiro artigo centramo-nos em três vetores centrais para esta discussão: energia, alimentação e (possibilidade de) efeitos de segunda ordem.

### O impacto da energia no IPC

De forma direta ou indireta, as variações nos preços das matérias-primas energéticas têm um impacto nos custos de produção de todos os setores e, conseqüentemente, nos preços praticados junto dos consumidores. Para avaliar esse impacto, estimámos qual teria sido a evolução dos custos de produção, admitindo a transmissão completa do aumento dos custos da energia. Neste caso entre 2020 e 2022, os custos de produção ter-se-iam agravado cerca de 10%, com o peso dos custos com energia na produção a aumentar de 8% para 17%.

Num segundo momento, isolámos o impacto do aumento dos custos com energia na taxa de inflação média anual,<sup>1</sup> concluindo que se em 2021 a evolução refletisse apenas o comportamento dos preços da energia, teríamos uma taxa de inflação anual 2 décimas superior ao que realmente se verificou e que em 2022 a taxa de inflação ter-se-ia situado em 6,9%, menos 9 décimas do que a taxa de inflação registada. Assim, o forte aumento da inflação em 2022, superior àquele que teria ocorrido se o IPC apenas refletisse o aumento dos preços da energia, explica-se pela presença de outros fatores, como por exemplo, o encarecimento de outros bens importados, pelo aumento dos preços dos alimentos, pelos estrangulamentos nas cadeias de produção global e encarecimento dos fretes e pelo forte incremento da procura, nomeadamente consumo, tirando partido da total abertura da atividade e da existência de poupanças excedentárias acumuladas nos anos da pandemia.

Para 2023, o cenário para os preços dos bens energéticos é de uma correção em baixa na ordem dos 15%, o que aliviará pressões inflacionistas, mas não evitará que a inflação se mantenha elevada, na medida em que o comportamento dos preços refletirá essencialmente o contágio do encarecimento das matérias primas e energia a outros tipos de bens e serviços. Este contágio, já observado em 2022 – explica a maior pressão sobre a inflação subjacente, enquanto que a inflação global já mostra alguns sinais de desaceleração – ainda se manterá em grande parte de 2023.

### Pressão em alta no preço dos produtos alimentares deverá continuar

A evolução dos preços dos produtos alimentares tem especial importância não só porque representa a componente com mais peso no cabaz do IPC (mais de 20%) mas também porque inclui os produtos com um peso relativo importante nas famílias de mais baixo rendimento. Além disso, são produtos muito importantes para a formação das expectativas dos consumidores acerca da inflação futura.<sup>2</sup>

Em 2022 esta componente registou uma inflação média de 12,9%, bem acima da inflação global (7,8%), mas o que podemos esperar nestes preços para 2023? Os dados do índice de preços alimentares elaborado pela FAO,<sup>3</sup> e que teve uma valorização em 2022 muito semelhante à do índice de preços alimentares português, mostram algum desanuviamento dos preços nos últimos meses (desceram entre junho e dezembro de 2022). Contudo, o mesmo não se verifica em Portugal: a categoria de produtos alimentares e bebidas não alcoólicas regista aumentos em cadeia nos últimos 15 meses. Acreditamos que para os preços no consumidor ainda estão a ser transmitidos os riscos associados ao abastecimento e eventuais estrangulamentos da oferta (derivado da continuação da guerra na Ucrânia) e o aumento dos custos de transporte, logística e pessoal.

Adicionalmente, 2022 foi o ano mais quente em Portugal desde 1931 com repercussões negativas na atividade agrícola. Quer a produção vegetal quer a produção animal registaram quebras de volume que sintetizamos no segundo gráfico.<sup>4</sup> Se em alguns

### Como evoluiu a inflação e como teria sido se apenas refletisse a variação dos custos de energia



1. Em 2021 e 2022, a taxa de inflação dos produtos energéticos foi 7,3% e 23,7%, respetivamente. A estimativa para 2023 é de desaceleração para 6,3%.

2. Ver D'Acunतो, F., Malmendier, U., Ospina, J. e Weber, M., «Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations» (2020). Chicago Booth Research Paper No. 19-17.

3. Food and Agriculture Organization of the United Nations.

4. A exceção foi a produção de bovinos mas por um motivo perverso: a escassez de pastagens devido à seca e aumento do preço dos alimentos para animais provocou um aumento dos preços e os produtores aproveitaram para incrementar o abate e reduzir efetivos e despesas inerentes.

produtos o país tem graus de auto-provisionamento tipicamente superiores a 100% (vinho e azeite, por exemplo), estas quebras de produção agrícola e animal, que provavelmente se repetirão nos próximos anos, refletindo o impacto das alterações climáticas, agravam a dependência externa de alguns produtos (como os cereais) e implicam a necessidade de importar a preços mais elevados. Ademais, tratam-se de produtos que suprimem uma necessidade básica e portanto com uma procura relativamente inelástica. Assim, a nossa visão para 2023 é ainda de uma elevada pressão sobre os preços dos bens alimentares.

### Aumentos salariais e possibilidade de efeitos de segunda ordem

Por fim, importa falar daquilo que normalmente se designam por «efeitos de segunda ordem». Estes efeitos estão basicamente associados aos aumentos salariais. Ou seja, um aumento nos preços inicialmente espoletado por um choque nos mercados energéticos (efeito de primeira ordem) leva a exigências de aumentos salariais que acompanhem a inflação e suscetíveis de criar uma espiral salários-preços (efeito de segunda-ordem), em especial quando a expectativa é a de persistência de inflação alta. Investigação recente sobre este tema<sup>5</sup> advoga que choques energéticos mais recentes, por exemplo, ao preço do petróleo, não têm gerado na Europa uma espiral deste género: estima-se que o impulso de resposta a aumentos de 10% nos preços desta *commodity* faz com que os salários aumentem em média apenas mais 0,3% durante três anos, estabilizando de seguida, e não constituindo assim o fator decisivo para a persistência da inflação.

### IPC e Remuneração bruta mensal média

Variação homóloga (%)

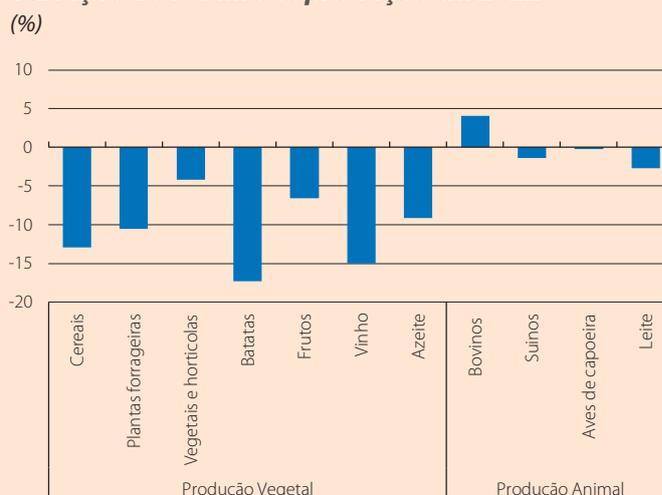


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

ou de acordos coletivos, pelo que diferem caso a caso, mas o acordo<sup>7</sup> assinado em outubro pelo governo e parceiros sociais fixa como objetivo um incremento de 5,1% em 2023.<sup>8</sup> Apesar do mercado de trabalho mais «apertado», isto é, com desemprego baixo e número elevado de vagas por preencher (o que se traduz num maior poder negocial do fator trabalho), o abrandamento económico esperado para 2023 em conjunto com a ação decidida do BCE deverão ser alavancas muito fortes para ancorar as expectativas para a inflação e evitar efeitos de segunda ordem.

Tiago Belejo Correia e Teresa Gil Pinheiro

### Variação do volume de produção em 2022



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

Os dados do mercado de trabalho português mostram que os salários<sup>6</sup> em setembro de 2022 cresciam em termos homólogos 3,9% (e 2,9% na média dos últimos 12 meses), o que fica bastante aquém de uma taxa de inflação homóloga de 9,3% (6% na média anual) e de uma inflação core de 6,9%, para o mesmo período. A exceção são setores como por exemplo as «Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares» que em setembro apresentavam um crescimento homólogo dos salários de 6,8%, mas que representam apenas 5% do emprego. Sabemos, contudo, que a maioria das atualizações salariais são efetuadas no primeiro quadrimestre do ano, pelo que é importante monitorar os dados dos próximos meses. No caso português para 2023 existem já algumas certezas: o salário mínimo aumenta 7,8% (valor igual à inflação média de 2022) e aumenta 52 euros o salário dos trabalhadores da Administração Pública que ganham até cerca de 2.600 euros mensais (acima desse valor salarial o aumento será de 2%). No setor privado as atualizações dependem de decisões das empresas

5. Ver Baba, C. e Lee, L. (2022), «Second-round effects of oil price shocks», IMF Working paper. Neste estudo os autores utilizam dados trimestrais de 24 países europeus da OCDE desde 1960 para estimar a transferência de aumentos nos preços do petróleo para os salários.

6. Remuneração bruta mensal média por trabalhador.

7. Acordo de médio prazo de melhoria dos rendimentos, dos salários e da competitividade (9 de outubro de 2022).

8. Ao nível do setor privado de destacar também o estudo anual da consultora Mercer para Portugal «Total Compensation 2022» divulgado em setembro 2022 e que cobriu 527 empresas e mais de 160 mil postos de trabalho. Neste estudo a previsão média para os incrementos salariais em 2023 (2,8%) é apenas ligeiramente acima ao que era perspectivado no mesmo estudo de 2021 para os aumentos de 2022 (2,3%).

## Inflação importada em Portugal: caracterização e dinâmica recente

A inflação importada é aquela que resulta do aumento do preço das importações. Se importamos inflação, aumentam os custos de produção das empresas nacionais que muitas vezes fazem o *pass through* deste aumento de custos para o preço dos bens e serviços que comercializam. Assim, a inflação importada reflete-se em última instância naquela que é a referência para medir a evolução dos preços num país: o índice de preços no consumidor. Neste artigo pretendemos evidenciar como têm evoluído os preços das importações por tipo de produto, a contribuição de cada tipo de produto para o aumento global dos preços das importações, e a sua dinâmica recente.

Utilizámos os dados mensais do INE relativos aos montantes e quantidades das Importações para derivar os pesos no cabaz de importações e as variações de preços de diferentes tipos de bens,<sup>1</sup> por forma a construir um índice de preços das importações (IPI).<sup>2</sup> No primeiro gráfico, podemos observar que a taxa homóloga dos preços das importações registou o seu pico em março de 2022, o mês imediatamente a seguir ao início do conflito na Ucrânia. Verifica-se também que as taxas de aumento dos preços das importações, a partir do momento que alcançaram terreno positivo (março de 2021), apresentaram valores muito mais elevados do que as taxas de aumento do IPC – o pico do aumento de preços das importações foi 44% e no IPC 10,1%. De assinalar que os preços das importações começaram a desacelerar de forma acentuada a partir de setembro e no IPC o primeiro sinal de desaceleração é mais modesto e apenas ocorreu em novembro. Estes dados sugerem não só um certo desfazamento temporal entre variações de preços das importações e variações dos preços no consumidor, mas também que a magnitude dos aumentos de preços das importações é apenas transferida parcialmente para os preços no consumidor.<sup>3</sup> Em concreto, estimámos um modelo econométrico que sugere que incrementos de 10% no IPI se traduzem num aumento de 1,04% no IPC com um desfazamento temporal de 4 meses.

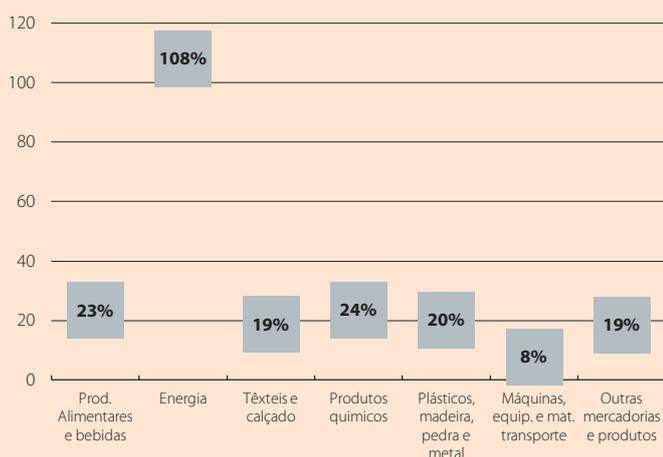
### IPI e IPC



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

### Inflação das importações

Taxa média dos 12 meses até Outubro 2022 (%)



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

Mas que produtos explicam estas elevadas taxas de inflação nas importações? Para fazer esta análise agrupámos as importações em sete grandes categorias de produtos – Produtos Alimentares e bebidas; Energia; Têxteis e calçado; Produtos químicos, Plásticos, madeira, pedra e metal; Máquinas, equipamentos e material de transporte; e, Outras mercadorias e produtos. A taxa média de inflação foi elevadíssima na Energia (acima de 100%) e também acima de 20% nos Produtos Alimentares e nos Produtos químicos. É conhecido o caso particular da crise energética vivida em 2022, o que por si já explicaria a evolução dos preços dessa categoria. Na inflação importada e em especial na Energia não é despreciable a questão cambial: a maioria das transações nestes mercados é feita em dólares e o facto do euro se ter depreciado face ao dólar durante boa parte de 2022 agrava o panorama. Além disso, é preciso relevar o facto de nestas três categorias de inflação mais elevada Portugal ser importador líquido, o que pode evidenciar que uma maior dependência externa também desempenha aqui um papel importante – as três categorias (energia, alimentos, e, produtos químicos) representam 77% do saldo externo da balança de bens negativo<sup>4</sup> e em duas delas (Energia e

1. Nomenclatura combinada - NC8.

2. O peso de cada tipo de bem no índice foi calculado com base na média dos últimos 12 meses do valor das suas importações no valor global das importações.

3. A este respeito ver também Binici, M; Centorrino, S.; Cevik, S. e Gwon, G., «Here Comes the Change: The Role of Global and Domestic Factors in Post-Pandemic Inflation in Europe». IMF Working Paper No. 2022/241. Este artigo afirma que os fatores globais explicam nos países europeus avançados uma percentagem muito significativa da variância da inflação. Os designados «fatores globais» captam não só aspetos associados diretamente às importações como os preços globais da energia e outros produtos, mas também o output gap global, pressões nas cadeias de abastecimento, etc.

Produtos químicos), o valor importado é mais do dobro do valor que o país exporta. Já identificámos quais as categorias de bens importados com maiores aumentos de preços, mas, atendendo ao peso que cada uma destas categorias de produtos tem no cabaz de importações também o seu contributo é diferenciado na explicação dos valores da inflação importada. No terceiro gráfico, podemos observar que a Energia isoladamente representa quase 60% da inflação importada<sup>5</sup> mas também outra categoria que agrega essencialmente *commodities* (Plásticos, madeira, pedra e metal) apresenta um peso elevado, de 21%. Quando comparamos o contributo da componente mais volátil (soma da Energia com Produtos Alimentares) no IPC e no IPI ao longo de 2022 constatamos que é elevado em ambos,

### Contributo agregado da Energia e Prod. Alimentares no IPI e IPC



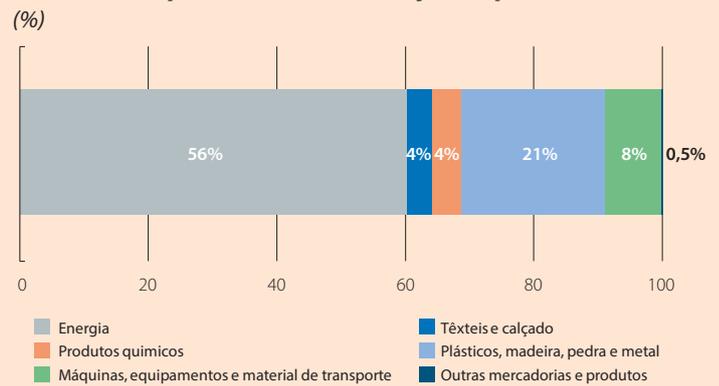
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

inflação homóloga superiores a 30%. Isto deve-se sobretudo ao recuo da inflação dos Produtos energéticos, Produtos químicos e outros da categoria Alimentar (produtos vegetais, e, gorduras e óleos animais). Apesar destas boas notícias, 58% do cabaz de importações apresentava ainda em outubro de 2022 inflação entre 10% e 30%, significando isto que a inflação importada vai continuar a constituir um fator de pressão sobre os preços no consumidor, embora menor que no último ano.

Em suma, conclui-se que a inflação importada tem tido reflexo notável nos preços do consumidor em Portugal e que ao longo de 2022 foi especialmente relevante nos produtos energéticos, apesar dos últimos dados apontarem a um abrandamento.

Tiago Belejo Correia

### Contributos para a taxa de inflação importada



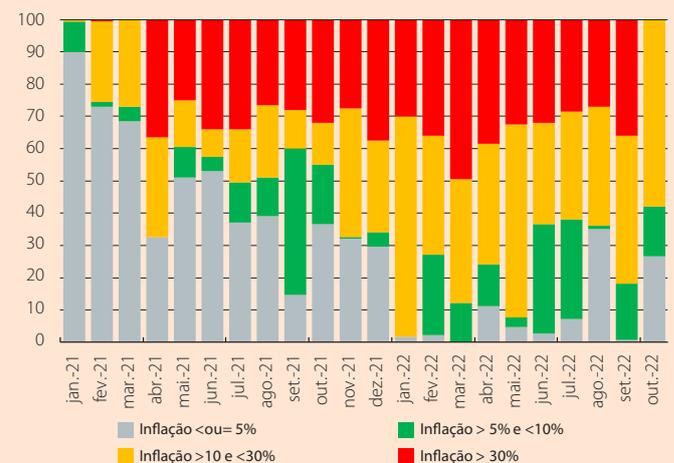
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

mas maior nos preços das Importações e mais estável nos preços do consumidor (ver quarto gráfico). Consideramos que isto é explicado por três fatores. Primeiro, o peso que estimámos para a Energia no cabaz das Importações é superior ao peso da Energia no cabaz do IPC, o que reflete a enorme dependência em termos energéticos primários. Por outro lado, existiram algumas medidas de cariz fiscal, por exemplo nos combustíveis, que mitigaram os aumentos de preços da energia no consumidor final. Por fim, a existência em Portugal de mercado regulado na eletricidade e gás e os mecanismos de formação do preço no mercado livre, com alguma desconexão do mercado grossista e contributo de energias renováveis.<sup>6</sup>

Mas qual é a dinâmica recente da inflação importada? Para responder a esta pergunta criámos um semáforo da inflação (último gráfico) que mostra que nos últimos dados disponíveis já não encontramos nenhuma categoria com taxas de

### Semáforo da inflação importada

Em % do cabaz de importações



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

4. Diferença entre o somatório das exportações e o somatório das importações no período de janeiro a outubro de 2022.

5. Estes valores referem-se à média do contributo de cada categoria entre janeiro de 2021 e outubro de 2022.

6. A este propósito ver o artigo «Inflação em Portugal: preços movidos a eletricidade?» no IM12 de dezembro de 2021: [https://www.bancobpi.pt/contentservice/getContent?documentName=PR\\_WCS01\\_UCM01204680](https://www.bancobpi.pt/contentservice/getContent?documentName=PR_WCS01_UCM01204680)

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2023

© CaixaBank, S.A., 2023

Design e produção: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

