

IM03

INFORMAÇÃO MENSAL
MARÇO 2023



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

Sobre o movimento de vai e vem do (king) dólar

A valorização do dólar e das taxas de juros americanas e europeias

ECONOMIA INTERNACIONAL

Um retrato das tensões no mercado de trabalho dos EUA

ECONOMIA ESPANHOLA

Fundos Next Generation EU: como vão e como isso afeta a economia

O setor do turismo em Espanha inicia 2023 com força

ECONOMIA PORTUGUESA

Impostos municipais e a relação com o mercado imobiliário residencial em Portugal

Os cereais em Portugal: sem risco de roturas, mas a precisarem de mais produção

O setor do Azeite em Portugal: retrato breve

INFORMAÇÃO MENSAL

Março 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/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

3 de março de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Sobre o movimento de vai e vem do (king) dólar*

11 *A valorização do dólar e das taxas de juros americanas e europeias*

13 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Um retrato das tensões no mercado de trabalho dos EUA*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Impostos municipais e a relação com o mercado imobiliário residencial em Portugal*

23 *Os cereais em Portugal: sem risco de roturas, mas a precisarem de mais produção*

25 *O setor do Azeite em Portugal: retrato breve*

28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *Fundos Next Generation EU: como vão e como isso afeta a economia*

33 *O setor do turismo em Espanha inicia 2023 com força*

Crescimento da economia portuguesa: de menos para mais

Para tomarmos o pulso da atividade, normalmente olhamos para o crescimento do PIB. Nesta perspetiva, a dinâmica mais recente da economia portuguesa é francamente melhor do que o esperado. Se alargarmos a perspetiva às últimas décadas, e compararmos a sua evolução com outras economias europeias, obtemos também uma mensagem positiva, embora muito centrada nos últimos anos. Importa, por isso, analisar também os fatores que impulsionaram o crescimento para qualificar o que parece ser um bom desempenho.

Vamos colocar números nestas declarações. A economia portuguesa fechou 2022 com um crescimento de 6,7%, a maior taxa de crescimento dos últimos 32 anos, superior ao que projetávamos no início do ano passado, antes do início da guerra na Ucrânia, e claramente superior ao que foi considerado em meados de 2022, quando se temia que o impacto do conflito pudesse ser substancial. Assim, por enquanto, a economia portuguesa está a resistir melhor ao impacto da crise energética do que os principais países europeus. E recuperou melhor do terreno perdido com a pandemia. De facto, no final de 2022, a atividade em Portugal situava-se cerca de 3 pontos percentuais acima dos níveis de 2019, superior à média dos países que compõem a UEM (2,3% acima) e no grupo dos países com maior impulso cíclico depois da pandemia.

Numa perspetiva de mais longo prazo, as conclusões são menos favoráveis, mas ainda assim depende do período que escolhermos observar. Assim, desde 2000, efetivamente só a Itália e a Grécia cresceram menos, em termos médios, tendo como referência apenas a taxa de crescimento do PIB em volume. Mas analisando os períodos desde as últimas crises, as conclusões são mais animadoras. Em termos cumulativos, a economia portuguesa recuperou cerca de 7,9% desde a crise de dívida soberana e cerca de 16% desde os anos anteriores à crise financeira internacional, superando as performances de Espanha (5,2% e 12,4%), Finlândia (7,2% e 10,9%), Itália (-3,5% e 3,5%) e Grécia (-20,6% e 5,5%). Estas diferenças não são valores menores, especialmente quando respeitam a períodos de tempo tão longos.

No entanto, os fatores subjacentes ao crescimento são igualmente importantes, se não mais. Por outras palavras, a qualidade é tão ou mais importante do que a quantidade. No caso da economia portuguesa, o crescimento do PIB tem sido condicionado pelas tendências demográficas. Especificamente, desde 2000, a população estagnou, o que contrasta com taxas de crescimento médias anuais de 0,7% em Espanha, 0,1% na Alemanha, 0,5% em França e 0,2% em Itália. Analisando um período mais recente, na última década, verifica-se que houve declínios sistemáticos da população residente em Portugal desde 2010, movimento que se interrompeu no ano da pandemia. De facto, nos últimos 3 anos, de acordo com as últimas estimativas, a população cresceu em média 0,2% ao ano, acelerando para 0,5% em 2022 quando o movimento foi mais forte.

Assim, importa analisar antes o comportamento do PIB per capita e nesta comparação a leitura da performance da economia portuguesa quanto ao crescimento económico é mais favorável e a tendência mais recente é de melhoria. Em 2022, esta medida situava-se 19% acima dos níveis de 2000. No entanto, apesar de comparar bem com os restantes periféricos (Espanha 14%, Itália 1,6% e Grécia 1%), quando comparado com países com dimensão geográfica ou população semelhantes, fica aquém. Por exemplo, a Holanda, Áustria, Finlândia e Dinamarca aumentaram neste período a sua riqueza por habitante próximo de 25%. Esta melhor performance traduz o reforço da produtividade, como alavanca para melhorar os níveis de vida da população e acelerar a convergência.

Apesar de não se encontrar entre as melhores performances, é de vincar que a trajetória tem vindo a melhorar na última década. De facto, tendo como referência a crise financeira internacional ou a crise de dívida soberana verificamos também que a progressão foi evidente: o PIB per capita situa-se respetivamente 12% e 20% acima de 2012 e 2007, respetivamente. Em concreto, face aos anos anteriores à crise financeira, a Grécia situa-se 21% abaixo, Espanha estagnou e Itália está 3% abaixo.

O caminho percorrido por uma economia não está escrito; depende das políticas públicas que são implementadas, e da capacidade empreendedora e inovadora da sua população. Em comparação com os principais países europeus, a economia portuguesa está algures no meio e as tendências recentes são positivas. Vamos ver se são sustentáveis ou se assentam em fatores passageiros.

Paula Carvalho

Cronología

FEVEREIRO 2023

- 1 O Fed aumenta as taxas em 25 p.b. para 4,50%-4,75%.
- 2 O BCE aumenta as taxas em 50 p.b. e fixa a taxa *depo* em 2,50% e a taxa *refi* em 3,00%.
- 6 Um sismo de magnitude 7,8 atinge a Turquia e a Síria, com o maior número de mortos desde 2010 e o quinto do século XXI.

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.

JANEIRO 2023

- 1 Croácia entra na Zona Euro e no espaço Schengen.
- 8 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.

Agenda

MARÇO 2023

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
Zona Euro: previsão do IPC (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: contas nacionais por setor institucional e principais agregados das Administrações Públicas (2022).
- 30 Espanha: preliminar 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: preliminar do IPC (março).

ABRIL 2023

- 3 Portugal: produção industrial (fevereiro).
- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 12 Espanha: contas financeiras (4T).
Portugal: volume de negócios no sector dos serviços (fevereiro).
- 14 China: PIB (1T).
- 24 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
- 27 Espanha: inquérito à população ativa (1T).
Portugal: indicador de confiança das empresas e dos consumidores (abril).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
EUA: PIB (1T).
- 28 Espanha: preliminar do PIB (1T).
Espanha: preliminar do IPC (abril).
Espanha: execução orçamental do Estado (março).
Zona Euro: PIB (1T).
Portugal: PIB preliminar (1T).
Portugal: preliminar do IPC (abril).

Do «*soft landing*» ao «*no landing*»: taxas de juro mais elevadas durante um período de tempo mais longo

Na «passarelle» das expressões económicas da moda, a cotação do *higher for longer* para as taxas de juro tem vindo a aumentar nas últimas semanas, refletindo as surpresas positivas que se estão a acumular nos dados de atividade e a resistência à descida que componentes fundamentais do cabaz de preços no consumidor, tais como alimentos e serviços, continuam a mostrar. Com a ameaça de uma recessão diluída no curto prazo pela força do mercado de trabalho, a preocupação volta a centrar-se na inflação e os mercados financeiros estão agora a descontar subidas adicionais das taxas de juro oficiais para 4% na zona euro e 5,5% nos EUA. Os 75 p. b. adicionais em comparação com o que era descontado no início do ano tiveram um impacto imediato em toda a curva de rendimento, e em particular nos prazos mais curtos, com as *yields* das obrigações a 2 anos nos EUA e na Alemanha a atingirem os níveis mais elevados dos últimos quinze anos.

Por conseguinte, a enésima mudança na narrativa económica dos últimos meses, desta vez de «*soft landing*» para «*no landing*», parece favorecer a intenção dos bancos centrais em manter o rumo, continuar a aumentar as taxas e, uma vez atingido o pico, permanecer em território restritivo por mais tempo do que o esperado. Os efeitos negativos no crescimento desta nova reviravolta na política monetária far-se-ão sentir no Inverno do próximo ano, tal como antecipa a ampliação das inclinações negativas nas curvas de rendimento em ambos os lados do Atlântico. Por outras palavras, escapámos ao «*match ball*» energético, mas o jogo continua tendo em conta a complexidade em avaliar os potenciais efeitos do maior aperto monetário das últimas quatro décadas num mundo que não parou de acumular dívidas.

De acordo com dados do Institute of International Finance, apesar do ligeiro declínio em 2022 (4 biliões de dólares), a dívida global total eleva-se a 299 biliões de dólares (338% do PIB), duplicando em termos nominais os níveis de 2006 (+50 p. p. em percentagem do PIB). Para além da já conhecida elevada alavancagem do sector empresarial não financeiro na China (160% do PIB), a parte mais vulnerável do novo ambiente da política monetária é a capacidade de pagamento dos países emergentes. Tanto devido ao aumento da dívida total desde o início da pandemia (+20 biliões para um total de 95 biliões de dólares), como devido aos elevados vencimentos que têm de assumir em 2023 (7 biliões de dólares), num ambiente em que o dólar se

aprecia em relação às principais moedas. Recordemos que, desde 2020, três países emergentes (Zâmbia, Sri Lanka e Gana) não pagaram as suas dívidas.

A verdade é que num mundo tão complexo como o atual, com diferentes choques a interagirem em simultâneo e tendo em conta as distorções de todo o tipo que estão a afetar os canais de transmissão da política monetária, é difícil medir os efeitos dos aumentos das taxas de juro na atividade e na inflação. Os exercícios recentemente publicados pelo BCE refletem uma dispersão significativa, dependendo do modelo escolhido para avaliar o impacto. Em média, em todas as estimativas, por cada 100 pontos base de subida das taxas de juro, o crescimento cairia abaixo do potencial em 0,7 p. p. e a inflação em três décimas. Tendo em conta que no final do atual percurso da política monetária a subida acumulada será 400 ou 450 p. b., o preço a pagar no crescimento para tentar aproximar a inflação do objetivo será muito apreciável.

Os bancos centrais estão a atravessar um momento muito complexo, com pouca certeza sobre os efeitos das suas decisões e a necessidade de mostrar grande flexibilidade face a possíveis surpresas no cenário. Especialmente se o que realmente está em cima da mesa é uma insuficiência estrutural da oferta, resultado de uma década e meia com baixos níveis de investimento público e privado e mudanças que começam a ser percebidas no mercado de trabalho nos países da OCDE (reforma dos «*baby boomers*», número reduzido de jovens trabalhadores ou demissões silenciosas de trabalhadores). Isto limitaria a capacidade de corrigir a atual inércia inflacionista («*sticky*» é outra palavra-chave) com políticas do lado da procura. Em todo o caso, enquanto as correntes subjacentes, tais como a transição energética (ou desglobalização) se instalam, no curto prazo teremos de nos habituar a um mundo de taxas de juro mais elevadas. Por enquanto, as taxas implícitas a 10 anos da taxa da facilidade de depósito (*depo*) estão em níveis médios próximos de 3%. Isto está muito acima dos níveis com que vivemos durante a última década e do que considerávamos neutro até há alguns trimestres atrás. Uma mudança importante com efeitos não negligenciáveis.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,81	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
Euro							
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
Alemanha							
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
Espanha							
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
Portugal							
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
TAXA DE CÂMBIO							
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
PETRÓLEO							
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

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	-3,0	6,0	3,1	2,7	3,4
Países desenvolvidos	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	-4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,6	1,3	-11,0	7,6	4,0	-1,7	-0,9
Países emergentes e em desenvolvimento	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	2,9	0,9	1,8
México	2,4	1,9	-8,0	4,7	3,1	1,4	2,5
Rússia	7,2	1,3	-2,7	4,8	-2,1	-3,2	3,0
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	3,0	3,2
Polónia	4,2	3,7	-2,0	6,9	4,9	0,7	3,2
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,6	6,0	4,1
Países desenvolvidos	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	2,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,0	5,7	2,9
Países emergentes	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

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,5	-7,0	4,7	5,7	0,9	0,9
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,3	0,3	4,6	2,4	1,0	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	2,7	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	4,7	1,1	2,3
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,6	13,4	16,7	4,3	6,1
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,2	11,0	4,5	6,3
Produto interno bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	1,0	2,1
Outras variáveis							
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	-1,4	-1,0	-0,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	0,6	-0,5	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
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	0,0	-12,4	6,0	4,4	0,7	2,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,1	3,5	2,9	-0,9	2,1	0,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	4,3	-1,8	2,6
Bens de equipamento	4,9	0,1	-13,3	6,3	3,8	-4,6	3,4
Construção	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,2	-0,5	2,2
Procura interna (contr. Δ PIB)	5,8	-0,3	7,6	6,5	2,6	1,0	1,9
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	-19,9	14,4	14,9	1,1	2,0
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	-14,9	13,9	7,7	-0,6	2,0
Produto interno bruto	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	1,3	1,9
Outras variáveis							
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	0,4	3,5	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,9	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) ¹	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

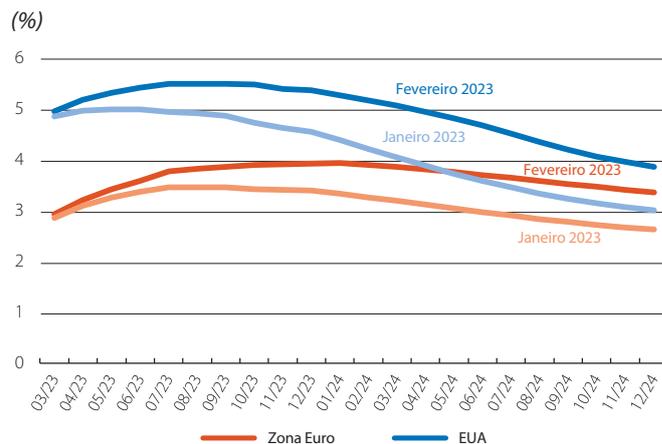
Os mercados antecipam novas subidas das taxas de juro

A força dos dados económicos agita o debate sobre se teremos um *hard landing* ou um *soft landing*. Após um janeiro próspero e otimista, ao longo de fevereiro, os mercados financeiros retornaram a um tom de volatilidade e reduziram a apetência pelo risco, num contexto em que as surpresas positivas nos dados económicos não se refletiam em boas notícias para os ativos de risco. Assim, os investidores interpretaram a força dos indicadores macro como um estímulo para a inflação, o que, por sua vez, poderia justificar uma política monetária mais restritiva por parte dos bancos centrais. Deste modo, o debate sobre se a economia mundial enfrenta uma aterragem forçada (*hard landing*) ou suave (*soft landing*) foi comprometido pela possibilidade de um *no landing*, ou seja, uma situação em que, apesar dos ventos contrários, a atividade e a inflação mundial se revelam relutantes em moderar. Nos mercados financeiros, esta mudança de tom resultou numa revisão significativa das expetativas dos investidores relativamente à evolução das taxas oficiais, o que levou a um novo endurecimento das condições financeiras a nível mundial e reduziu os ganhos registados tanto em ativos de rendimento fixo como em ações e moedas emergentes.

Taxas mais elevadas e durante mais tempo. Em fevereiro, a publicação dos dados de atividade e do emprego acima do esperado na Zona Euro, mas sobretudo nos EUA, realçou a resiliência económica no início do ano, apesar do endurecimento das condições financeiras. No entanto, o otimismo, que afastava a ameaça de recessão económica, rapidamente desapareceu quando se verificou que esta força era acompanhada por persistentes pressões inflacionistas. Esta situação conduziu a um viés mais restritivo no discurso dos membros da FED e do BCE. A mudança foi mais pronunciada na autoridade monetária dos EUA, ao passar do comentário de Jerome Powell acerca do início do processo de desinflação no princípio do mês para terminar o mês de fevereiro, com a maioria dos membros a apontar para a necessidade de aumentar as taxas de referência de forma mais rápida e durante mais tempo para mitigar a escalada dos preços. Entretanto, o BCE manifestou a sua intenção em aumentar as taxas de juro em mais de 50 p.b. em março (até 3,00%), como antecipado na sua última reunião, deixando a porta aberta para novos aumentos nos próximos meses. Por sua vez, os investidores modificaram rapidamente, no sentido ascendente, as suas expetativas relativamente ao cenário monetário a curto e médio prazo, que, até ao momento, antecipava o fim do ciclo altista das taxas de juro perto do verão. Deste modo, os mercados monetários descontaram que as taxas da Fed atingiriam o pico de 5,50% antes do verão e, no outono, as do BCE a quase 4,00%, atrasando as probabilidades de ajustamentos em baixa nos dois casos até 2024.

A rentabilidade da dívida soberana recupera. Num novo período de volatilidade, o movimento dos mercados em direção

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

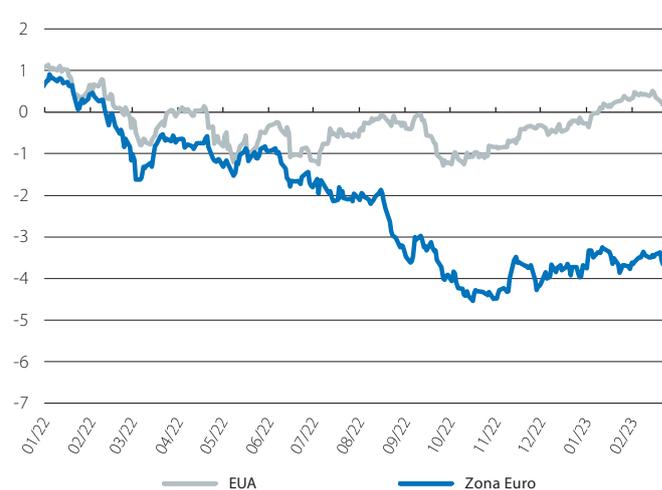


Nota: Forwards sobre o EFRR e a taxa OIS da Zona Euro derivados com o modelo de NSS a partir de curvas de juro de mercado.

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

Condições financeiras

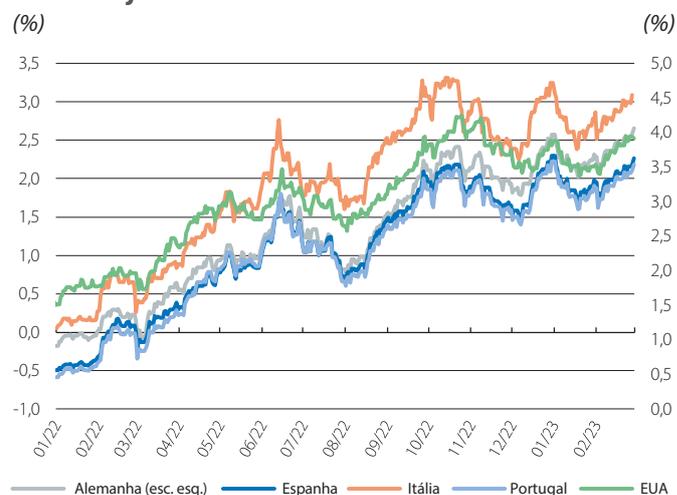
Índice (0 = média histórica)



Nota: Um valor positivo indica condições favoráveis, enquanto um valor negativo indica condições financeiras mais restritivas. A média histórica de referência corresponde ao período de 1994-2008.

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

Taxas de juros da dívida soberana a 10 anos



Nota: EUA, Espanha, Itália e Portugal (esc. dir.).

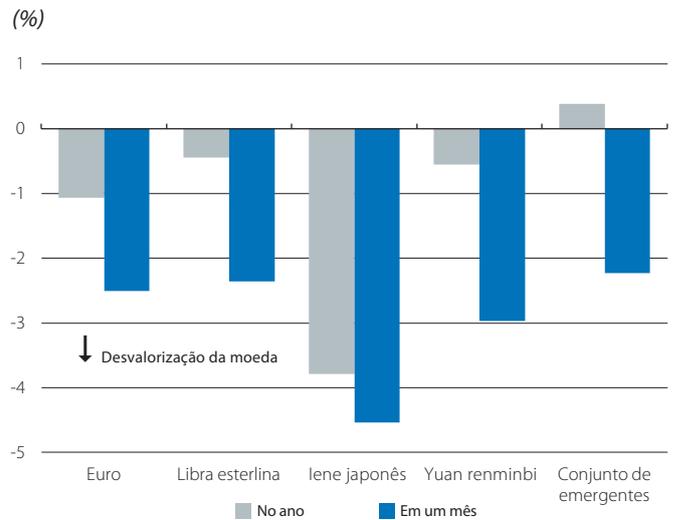
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

a um cenário em que as taxas de juro se mantêm em níveis restritivos durante um período mais longo refletiu-se no aumento das taxas de juro ao longo das curvas soberanas de ambos os lados do Atlântico. Nos EUA, a taxa a 2 anos atingiu os 4,8%, o nível mais alto em 15 anos, ao passo que a taxa dos *treasuries* a 10 anos terminou no limiar dos 4%. Na Zona Euro, o movimento das curvas foi semelhante, com a rentabilidade do *bund* a 10 anos a situar-se nos 2,65%, o mais alto desde 2011. Em ambos os casos, os movimentos na extremidade curta da curva foram mais acentuados do que na extremidade longa. Apesar do aumento das rentabilidades, os prémios de risco dos países periféricos continuaram a registar um desempenho relativamente favorável, com o diferencial português a manter-se abaixo dos 100 p. b. Por outro lado, o dólar capitalizou uma mudança ascendente na curva de taxas dos EUA, assim como o aumento da volatilidade nos mercados monetários, valorizando-se em relação às restantes moedas. Face ao euro, registou uma valorização de quase 3% no mês, embora esta tendência possa ser revertida nos próximos trimestres (ver o artigo «Sobre o movimento de vai e vem do *king* dólar» neste mesmo documento).

Os produtos energéticos ficam mais baratos. O preço do Brent encerrou o mês de fevereiro ligeiramente abaixo (-0,7% mensal), marcando, assim, o quarto mês de quedas. A sua cotação foi afetada pelo aumento dos inventários nos EUA e pelo receio de que o endurecimento da política monetária americana pudesse diminuir a procura a nível mundial. Contudo, a melhoria incipiente dos dados de atividade na China e as poucas perspetivas de um aumento da oferta da OPEP compensaram as pressões descendentes sobre o petróleo. Do mesmo modo, em fevereiro, o gás natural europeu (a referência TTF holandês) ficou mais barato 19% e acumulou uma queda de 86% face aos máximos de agosto passado (embora ainda 250% acima da sua média registada antes da crise). O preço foi inferior a 50 €/MWh graças ao elevado nível de reservas de gás da UE, ao aumento das importações de gás natural liquefeito e às condições meteorológicas favoráveis.

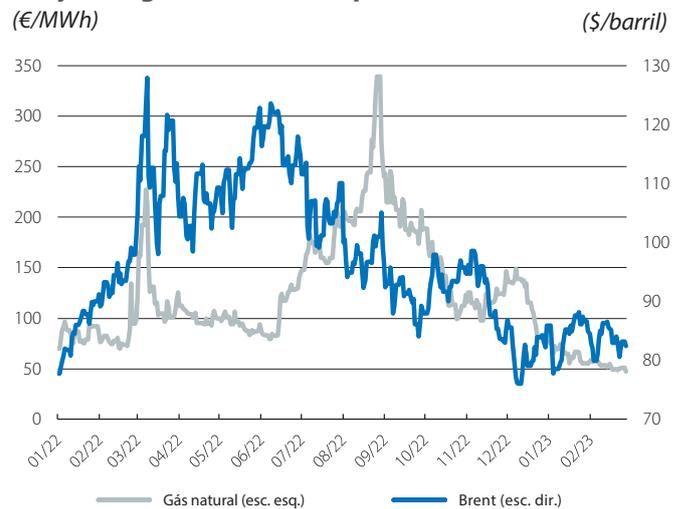
A reviravolta nas expectativas das taxas de juro atenua os ganhos do mercado bolsista. A perspetiva de um cenário caracterizado por taxas de juro mais elevadas por um período mais longo perturbou o ânimo dos investidores relativamente ao decurso do ciclo económico. Este aspeto foi particularmente visível no desempenho dos índices do mercado bolsista norte-americano, que encerrou o mês com quedas superiores a 2%. Os índices europeus registaram um melhor desempenho (Eurostoxx 50 +2%) e, em especial, o IBEX 35, que registou os maiores ganhos (+4%), favorecidos pela composição dos índices, em que os setores defensivos apresentam uma maior presença do que nos EUA. Por outro lado, nos mercados emergentes, os movimentos de mercado foram dominados pelo *profit-taking*, com quedas de cerca de 20% em termos homólogos anuais, face à permanência de uma conjuntura financeira restritiva a nível mundial.

Moedas face ao dólar



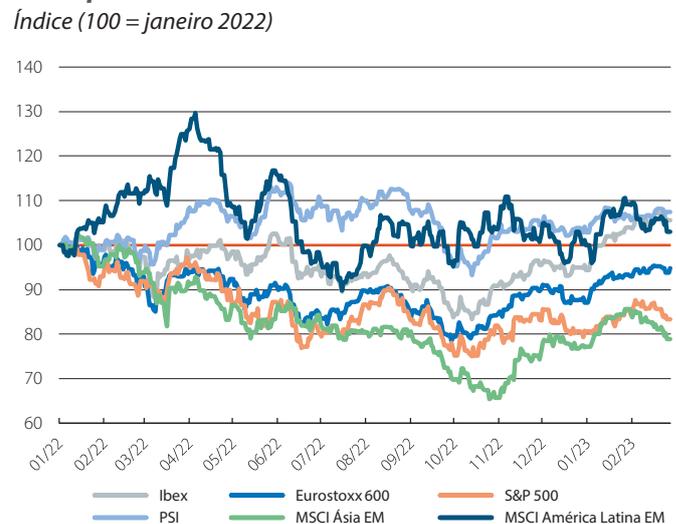
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços do gás natural e do petróleo



Nota: O preço do gás natural corresponde ao TTF holandês. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais bolsas internacionais



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

Sobre o movimento de vai e vem do (king) dólar

Num ano caracterizado por perdas generalizadas nos mercados financeiros, se houve um ativo que se destacou em território positivo durante muitos meses de 2022, foi o dólar americano. A sua apreciação, em termos nominais efetivos, atingiu 16% nos primeiros nove meses do ano, o maior ganho desde 2015, ano em que a Reserva Federal cessou completamente as compras líquidas de títulos após o tempestuoso *taper tantrum*.

A força do dólar no ano passado foi particularmente acentuada em relação ao euro. O dólar fechou abaixo da paridade face à moeda comum europeia em 46 sessões do ano, atingindo um mínimo de 0,959 no final de setembro, o nível mais baixo desde a adoção do euro há duas décadas.

Contudo, mais do que este movimento para fora, talvez o que mais surpreendeu os analistas tenha sido a rapidez do movimento de retorno. Assim, entre o final de setembro e o final de fevereiro, o dólar desvalorizou-se 6% em termos nominais efetivos e 10% em relação ao euro, negociando perto de 1,07, um nível não verificado durante quase um ano.

Dada a acutilância deste movimento, neste Focus exploramos a razão pela qual a tendência está a mudar e até onde pode ter espaço para avançar.

Abrigo verde no meio de uma tempestade financeira

Para responder a estas questões, começamos com uma análise dos fatores por detrás do fortalecimento do dólar até outubro de 2022.

Em primeiro lugar, destacamos a procura do dólar como um ativo de refúgio seguro. Num ano ensombrado pela última vaga da pandemia e, sobretudo, pela invasão russa da Ucrânia, não é surpreendente que os investidores, seguindo um padrão típico em períodos de grande incerteza e volatilidade, tenham optado por cobrir parte do risco aumentando as suas posições «longas» em dólares (ou seja, comprando ativos denominados em dólares). Este fator é particularmente relevante no atual contexto de tensões inflacionistas, perturbações nos mercados de matérias-primas e, especialmente, incerteza sobre o fornecimento de energia.

Associado ao ponto anterior, os termos de troca no comércio externo melhoraram nos EUA, que é um exportador líquido de energia, em relação a outros grandes blocos económicos, especialmente a UE. Na Zona Euro, de facto, de acordo com dados da balança de pagamentos, 2022 fechou com um saldo negativo da balança corrente (-0,8% do PIB face a +2,3% em 2021), o primeiro ano com um défice externo desde 2011, no auge da crise da dívida

Moedas: taxas de câmbio nominais efetivas

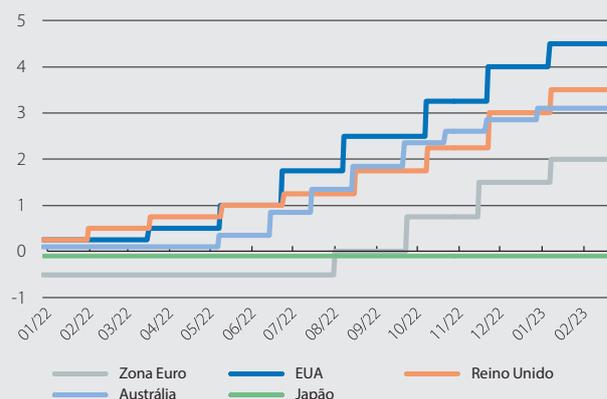
Índice (100 = janeiro 2022)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e do Bank for International Settlements.

Taxas de juros oficiais dos principais bancos centrais

(%)



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

soberana. Estes fatores exerceram uma pressão descendente sobre a taxa de câmbio euro/dólar.

Por seu lado, a Reserva Federal dos EUA tem estado na vanguarda do aperto monetário no grupo das economias avançadas, com aumentos acumulados da taxa de política de 450 p.b. e com o início do *quantitative tightening*, mesmo antes do verão. Esta forte resposta alargou o diferencial de taxas de juros nos EUA face a outros blocos económicos, tanto no mercado monetário como no mercado da dívida soberana, o que favoreceu os fluxos de entrada no país (ver segundo gráfico).

Finalmente, o processo de recuperação económica dos EUA no período pós-pandémico tem sido mais rápido e mais forte do que em outros países desenvolvidos, ajudado pelas grandes rondas de estímulos fiscais decreta-

das nos últimos anos. Na Zona Euro, pelo contrário, o forte crescimento em 2022 no seu conjunto reflete, por um lado, a recuperação associada ao processo de reabertura no primeiro semestre do ano, mas, por outro lado, um crescimento de «mais a menos» e praticamente estagnado num segundo semestre do ano dominado pela crise energética.

Taxa de câmbio euro/dólar: de volta ao equilíbrio?

Globalmente, muitos destes fatores, embora ainda tangivelmente sobre a mesa, perderam lastro desde novembro. Apesar do prolongamento da guerra na Ucrânia, os mercados energéticos estabilizaram e, com ela, a melhoria dos termos de troca nos EUA desvaneceu. Simetricamente, os termos de troca e as previsões económicas para a Europa melhoraram. Por seu lado, a Fed parece estar a dar sinais de que o fim do aperto monetário está próximo, algo que parece mais distante para o BCE.

No seu conjunto, estes elementos ajudam a compreender o movimento de regresso do dólar desde o outono, particularmente em relação ao euro, que, apesar da instabilidade das últimas semanas, recuperou quase tudo o que perdeu desde maio do ano passado. No entanto, a moeda comum fechou o mês de fevereiro em níveis historicamente baixos em relação ao dólar, 6% abaixo da média dos cinco anos anteriores e 12% abaixo da média das duas últimas décadas, sugerindo que, pelo menos *a priori*, a tendência dos últimos meses pode ter um caminho a percorrer.

De facto, de acordo com modelos econométricos convencionais, a taxa de câmbio euro/dólar (EUR/USD) está ainda abaixo da maioria das estimativas da chamada taxa de câmbio de «equilíbrio». Estas consistem em estimar a taxa de câmbio de duas economias de acordo com os fundamentos macroeconómicos, os que medem tanto os desequilíbrios internos (relacionados com o crescimento potencial, as suas componentes e a sua relação com o ciclo económico) como os externos (tais como o défice da balança corrente ou a posição de investimento internacional), bem como as variáveis que medem o diferencial nas taxas de juros de referência.¹

De acordo com algumas estimativas, por exemplo, a taxa de câmbio de equilíbrio EUR/USD poderia ser cerca de 1,20, ou seja, cerca de 10% superior à do final de fevereiro.² As estimativas baseadas na teoria da paridade do

1. A literatura económica agrupa os modelos de equilíbrio da taxa de câmbio real em dois grupos principais: (i) estimativas baseadas em equilíbrios internos e externos (*fundamental equilibrium exchange rates*, FEER) e (ii) estimativas baseadas num conjunto de equações de equilíbrio geral reduzido (*behavioural equilibrium exchange rates*, BEER). A abordagem mais tradicional da paridade do poder de compra baseia-se na noção de que, a longo prazo, uma moeda deve poder comprar o mesmo cabaz de bens e serviços em locais diferentes.

2. Ver Cline, William (2017, 2018). «Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates». Peterson Institute for International Economics.

poder de compra (PPC) resultam numa taxa de câmbio de cerca de 1,20 (utilizando o índice BigMac) ou 1,30 (utilizando o IPC).³

Apesar da diferença com a atual taxa EUR/USD, o facto é que o retorno hipotético a estes níveis de equilíbrio é improvável de ocorrer sem volatilidade ou períodos com novos altos e baixos, flutuações ligadas a um conjunto de fatores cíclicos, conjunturais e estruturais. No BPI Research, o nosso cenário central projeta que o euro tenderá a apreciar-se em relação ao dólar, embora muito moderadamente, nos próximos trimestres, para 1,10 até ao final do ano. A médio prazo, projetamos que poderá regressar a um nível próximo de 1,25. O caminho para os próximos dois anos está bastante em linha com as expectativas de consenso dos analistas (1,11 no 4T 2023 e 1,14 no 4T 2024, de acordo com a Bloomberg).

Balanço dos riscos

O nosso cenário de que o dólar pode manter uma tendência moderada de depreciação a médio prazo baseia-se numa visão de estabilidade económica relativa, com pressupostos de que (i) é evitada uma recessão na economia global (tanto na Zona Euro como nos EUA) (ii) a inflação regressa gradualmente ao objetivo de 2%, e (iii) os bancos centrais podem terminar o ciclo de subida das taxas nos próximos meses e iniciar uma descida das taxas para território neutro durante o próximo ano. Em última análise, o cenário depende do sucesso dos bancos centrais de ambos os lados do Atlântico na sua luta contra a inflação. Escusado será dizer que a probabilidade da ocorrência destes pressupostos está estreitamente ligada a um conjunto de fatores imponderáveis ligados ao impacto de *shocks* existentes (por exemplo, pressões inflacionistas mais persistentes ou um maior efeito de aperto monetário), bem como a possíveis novos acontecimentos inesperados (por exemplo, conflitos geopolíticos, catástrofes naturais ou sanitárias, entre outros fatores externos, tais como uma possível mudança na direção da política monetária no Japão).

3. De acordo com o FMI, a taxa de câmbio implícita sob a teoria da PPC é de cerca de 1,30 para os principais países da Zona Euro.

A valorização do dólar e das taxas de juros americanas e europeias

Desde o início da guerra na Ucrânia e a intensificação das pressões inflacionistas, as taxas de juro americanas subiram de forma constante e significativa, alimentadas por um rápido e agressivo aperto monetário por parte da Reserva Federal. No entanto, isto não implica necessariamente que as obrigações americanas sejam mais atrativas do que as suas congéneres europeias.

Um fator-chave na comparação é a taxa de câmbio. Em particular, os movimentos cambiais entre o ponto em que um investidor envia capital para o estrangeiro e o ponto em que repatria esse capital e/ou os pagamentos de juros associados, são mais um fator determinante do retorno do investimento e uma fonte de incerteza. A fim de cancelar ou «esterilizar» o risco de flutuações da taxa de câmbio, uma possibilidade é fixar uma taxa de câmbio a prazo, ao mesmo tempo que o câmbio estrangeiro é trocado no mercado *spot*.

Na sequência do aumento das taxas de juros nos EUA em 2022, o dólar valorizou-se acentuadamente. No entanto, a apreciação foi mais forte no mercado *spot* do que nos futuros. O fosso que se abriu entre os dois gerou implicitamente uma apreciação do euro. Por exemplo, enquanto no início de 2022 a taxa *spot* era de 1,13 dólares por euro e o futuro de três meses de 1,14, com uma apreciação implícita do euro de 0,7%, no Outono, com o euro-dólar abaixo de 1 no mercado *spot* e acima da paridade nos futuros, a apreciação implícita do euro atingiu mais de 3%.

A abertura desta lacuna e a implicação de uma maior apreciação do euro tenderam a reduzir os juros efetivos recebidos por um investidor europeu detentor de obrigações americanas: por exemplo, quando a taxa de câmbio *spot* era praticamente 1 USD para o euro, um investidor europeu poderia obter 100 dólares em troca de 100 euros; mas como a taxa de câmbio a prazo era superior a 1, quando repatriados, estes 100 dólares tornar-se-iam inferiores a 100 euros.

Globalmente, somos confrontados com duas forças. Por um lado, a subida das taxas de juro americanas aumentou a sua atratividade. Por outro lado, os movimentos da taxa de câmbio em 2022 tenderam a arrefecê-la.¹ Para ver qual a força dominante, no segundo gráfico comparamos a taxa soberana alemã com a sua homóloga americana

1. No pressuposto de que os investimentos são «esterilizados» por risco cambial. Um investidor que assumisse este risco e, em vez de se fechar numa taxa a prazo, optasse por repatriar os juros à taxa *spot*, teria beneficiado *ex-post* do facto de o dólar continuar de facto a valorizar-se de forma constante entre janeiro e outubro de 2022.

2. A relação entre a taxa de juro doméstica e uma taxa de juro estrangeira ajustada ao risco cambial entre a moeda estrangeira e a moeda nacional, é chamada de paridade da taxa de juro coberta (CIP, em inglês). Ver Focus «Porque é que as taxas de juro sobre ativos semelhantes diferem?» em IM03/2019.

Taxa de câmbio euro - dólar

(Dólares por euros)



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

Taxas de juro soberana a 10 anos

(%)



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

«esterilizada» pelo risco cambial.² Verificamos como, aparentemente, apesar das taxas de juro mais baixas, as taxas alemãs acabaram por ser mais elevadas do ponto de vista de um investidor europeu, uma vez tido em conta o risco cambial.

Em suma, o aumento das taxas de juro americanas é uma fonte de valorização do dólar. Mas a valorização do dólar em 2022 foi muito mais longe, reforçando a opinião, detalhada neste relatório,³ de que a valorização do dólar foi impulsionada por outras forças, tais como o seu valor como um ativo refúgio num ambiente altamente incerto.

3. Ver Focus «Sobre o movimento de vai e vem do (king) dólar» no mesmo *Informação Mensal*.

Taxas de juro (%)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,00	2,50	50	50,0	300,0
Euribor 3 meses	2,74	2,51	23	61,2	327,8
Euribor 12 meses	3,73	3,41	31	43,4	408,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,21	2,78	43	61,0	390,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,14	2,65	49	37,3	387,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,65	2,29	37	8,0	272,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,60	3,28	32	-6,2	274,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,51	3,19	32	-7,3	278,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	4,75	4,50	25	25,0	450,0
Libor 3 meses	4,96	4,81	15	19,5	445,2
Libor 12 meses	5,69	5,34	35	20,9	451,5
Dívida pública a 1 ano	4,98	4,65	32	29,1	410,0
Dívida pública a 2 anos	4,82	4,20	61	39,0	347,5
Dívida pública a 10 anos	3,92	3,51	41	4,5	219,3

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	79	79	0	-11,1	3,2
Itraxx Financeiro Sénior	88	88	0	-10,8	0,1
Itraxx Financeiro Subordinado	154	156	-2	-17,8	-9,5

Taxas de câmbio

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,058	1,086	-2,6	-1,2	-4,9
EUR/JPY (ienes por euro)	143,990	141,320	1,9	2,5	12,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,880	0,882	-0,2	-0,6	5,4
USD/JPY (ienes por dólar)	136,170	130,090	4,7	3,9	18,5

Matérias-primas

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	548,5	557,0	-1,5	-1,1	-10,8
Brent (\$/barril)	83,9	84,5	-0,7	-2,4	-20,1
Ouro (\$/onça)	1.826,9	1.928,4	-5,3	0,2	-6,1

Rendimento variável

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.970,2	4.076,6	-2,6	3,4	-7,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.238,4	4.163,5	1,8	11,7	12,5
Ibex 35 (Espanha)	9.394,6	9.034,0	4,0	14,2	14,7
PSI 20 (Portugal)	6.057,2	5.886,3	2,9	5,8	10,2
Nikkei 225 (Japão)	27.445,6	27.327,1	0,4	5,2	2,2
MSCI emergentes	964,0	1.031,5	-6,5	0,8	-18,1

Cautelosamente otimistas com a economia internacional

O cenário macroeconómico continua a mostrar sinais positivos num ambiente desafiador. A atividade teve um melhor desempenho durante o Inverno do que se temia no Verão, a confiança dos agentes continua a melhorar e a inflação pode ter deixado o seu limite máximo para trás graças a preços de energia substancialmente mais baixos (85% no caso do gás, a partir dos máximos de agosto) e à normalização das cadeias globais de abastecimento. Em geral, os sinais recentes apontam para que a atividade nas principais economias desenvolvidas e na China seja mais positiva no primeiro trimestre do que o previsto há alguns meses. Isto é, naturalmente, uma boa notícia, mas não deve alimentar um otimismo excessivo. Em primeiro lugar, o risco geopolítico, longe de diminuir, continua muito presente após um ano de guerra na Ucrânia. Além disso, o impacto das subidas de taxas aprovadas pela maioria dos bancos centrais ainda não se traduziram plenamente na atividade, e a política monetária continuará a ser restritiva, dada a persistência em medidas subjacentes de inflação. De facto, a força dos dados recentes da atividade e a persistência da inflação nas principais economias aumentou o risco de as taxas de juro serem mais altas e, além disso, permanecerem mais altas por mais tempo, como se reflete na mudança das expectativas do mercado, um movimento detalhado na secção do sentimento dos mercados financeiros.

A Zona Euro começa o ano com boas perspetivas para o 1T de 2023. Com efeito, os PMI de fevereiro excederam o nível crítico de 50 pontos em todas as grandes economias (Alemanha, 50,7; França, 51,7, e a Zona Euro, 52,0), graças à notável melhoria da confiança no sector dos serviços (nitidamente na zona de expansão), visto que a confiança na indústria transformadora caiu novamente (são agora oito meses consecutivos em níveis restritivos). No entanto, a componente de preços do PMI na Zona do Euro voltou a diminuir para um mínimo de 16 meses, continuando, no entanto, num nível muito elevado. Isto reforça a opinião de que as pressões inflacionistas exibirão uma inércia maior do que a pretendida e os dados mostram ser este o caso: a inflação na Zona Euro tem vindo a diminuir desde os máximos de outubro (10,6% vs. 8,5% em fevereiro) graças à queda da componente energética, enquanto as pressões latentes continuam a sua lenta subida e, em fevereiro a inflação subjacente (que exclui a energia e todos os alimentos) atingiu máximos de 5,6%. Neste contexto de inflação elevada, o crescimento salarial estabilizou em cerca de 4,0%, numa base anual, no final do ano passado, segundo o indicador do BCE. Apesar do bom desempenho da economia no 1T de 2023, é prematuro esperar uma retoma significativa da atividade após a primavera, dados os desafios significativos que a região ainda enfrenta. Embora os preços do gás tenham sido substancialmente corrigidos, ainda continuam a ser o dobro do seu valor anterior à guerra. Além disso, o BCE também esclareceu que vai continuar a aumentar as taxas de juro, pesando assim na atividade.

Índice de surpresas económicas *

Nível

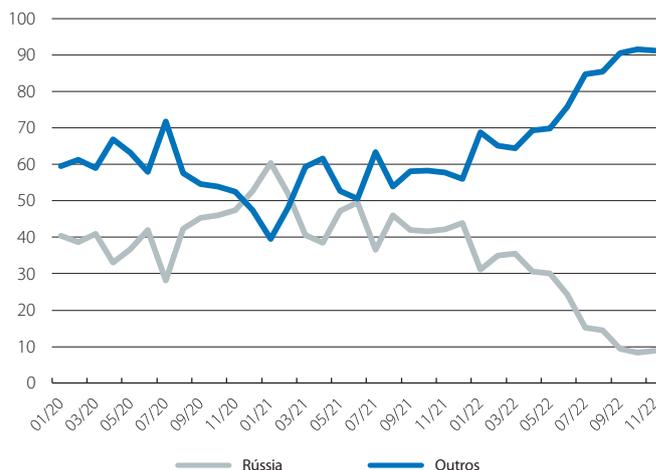


Notas: * Define-se como os desvios ponderados históricos das diferenças entre os dados publicados e as expectativas dos analistas. Um valor positivo implica que os dados publicados foram melhores que o esperado, um valor negativo indica que os dados foram desafortunados.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Citigroup, via Refinitiv.

UE: importações de gás

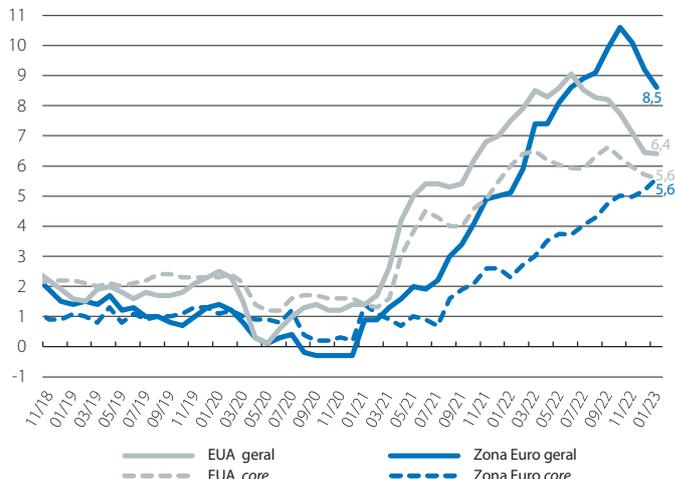
(% do total)



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

EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)



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

Os EUA iniciam o ano com um dinamismo surpreendente.

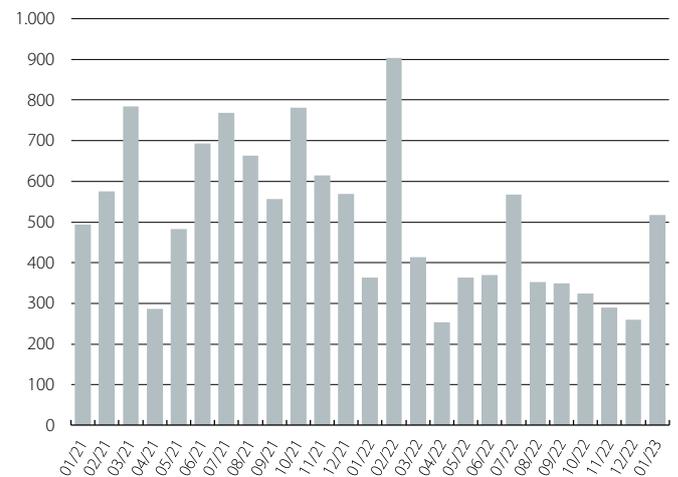
Após registar um crescimento não negligenciável de 2,7% anualizado no 4T 2022, os últimos indicadores mostraram uma força notável no início de 2023: o crescimento das vendas a retalho em janeiro (3,0% face ao mês anterior) compensou o declínio acumulado nos dois meses anteriores; a produção industrial conseguiu crescer 1,0% em cadeia em janeiro; foram criados mais de 500.000 empregos em janeiro, e o PMI subiu acima do nível crítico de 50 pontos pela primeira vez em oito meses, em fevereiro. Neste contexto, a inflação continuou a diminuir em janeiro, tanto a global (6,4%) como a inflação core (5,6%), embora a um ritmo mais lento do que nos meses anteriores. Este cenário de surpresas positivas na atividade com inflação ainda bastante elevada ajuda a explicar as recentes mensagens da Fed, nas quais coloca especial ênfase na sinalização de que vai continuar a aumentar as taxas de juro.

A Rússia teve um desempenho melhor do que o esperado em 2022, apesar das sanções.

O gabinete de estatística russo anunciou que a economia sofreu uma contração de 2,1% em 2022, o que é consistente com um crescimento de 0,5% em cadeia no 4T 2022. No entanto, o início de 2023 pode não ser tão positivo e o impacto de duas das sanções impostas em dezembro pode começar a ser sentido: a proibição da UE de importação de petróleo russo e a limitação do preço do crude pelo G-7. A fim de contrariar estas medidas, a Rússia aumentou significativamente as suas vendas de crude à China e, sobretudo, à Índia, ao mesmo tempo que anunciava que iria reduzir a produção em cerca de 500.000 barris por dia.

A Turquia lida com as consequências do terramoto. O desempenho dinâmico da economia turca (0,9% de crescimento trimestral no 4T 2022) foi bruscamente interrompido pelo devastador terramoto que atingiu o sudeste do país, na fronteira com a Síria. Para além do custo irreparável em vidas humanas, há o impacto nas empresas, dado que a área afetada representa quase 10% do PIB turco. A boa notícia é que os danos nas principais infraestruturas parecem ser limitados, o que poderá permitir uma recuperação rápida e intensiva da atividade após uma paragem inicial, graças aos trabalhos de reconstrução estimados entre 6% e 10% do PIB. No entanto, o terramoto pode também ter ramificações políticas: as eleições de 14 de maio realizar-se-ão sob a sombra do impacto do terramoto e do descontentamento social sobre o que consideram ter sido uma reação lenta e insuficiente do governo de Erdoğan. Além disso, dado o grande número de pessoas deslocadas após o terramoto (perto de 13 milhões de pessoas), a viabilidade da realização das eleições na data prevista começa a ser posta em causa.

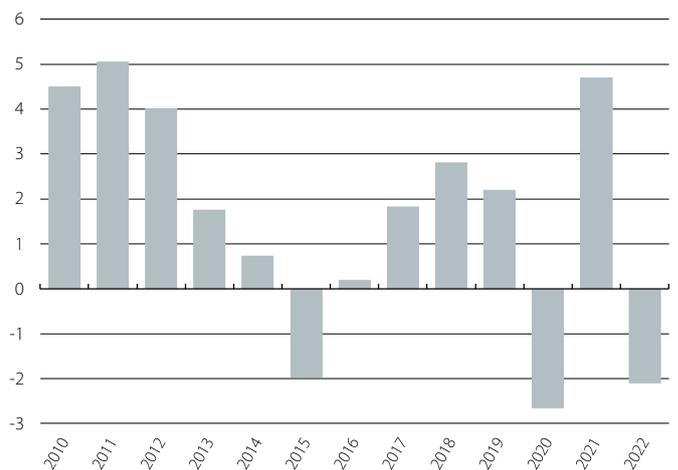
EUA: criação de empregos não agrícolas
(Milhares de pessoas)



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

Rússia: PIB

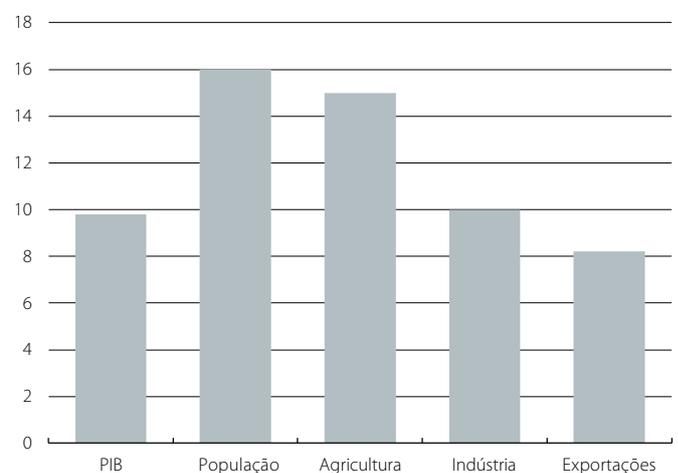
Varição anual (%)



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

Turquia: zona afetada pelo sismo

(% do total do país)



Fonte: BPI Research, a partir de dados publicados pela Capital Economics.

Um retrato das tensões no mercado de trabalho dos EUA

A taxa de desemprego nos EUA situava-se em 3,4% em janeiro, um nível não visto desde os anos 60, e a geração de empregos no mesmo mês foi superior a 500.000 empregos, um ritmo duas vezes superior à média observada entre 2015 e o início da década de 2020. Também, de acordo com os dados disponíveis até dezembro, existem 1,9 vagas de emprego para cada desempregado nos EUA, um rácio muito superior à média histórica de 0,65 e indicativo de quão tenso está o mercado de trabalho na maior economia mundial.

Choque de oferta ou choque de procura no mercado de trabalho?

Quando dizemos que há um aperto do mercado de trabalho, queremos dizer que há muito mais empresas à procura de trabalhadores do que pessoas à procura de emprego. A primeira pergunta a fazer, então, é se este aperto pós-pandémico foi causado por um aumento da procura de emprego (mais empresas a querer contratar) ou por uma queda na oferta (menos trabalhadores). A soma do número total de empregados e das vagas disponíveis, que seria um indicador da procura total de emprego, não está longe da sua tendência histórica, sugerindo que não estamos perante um choque de procura. Por outro lado, se fizermos um cálculo semelhante para a oferta de trabalho,¹ vemos que a pandemia foi de facto um grande choque nesta dimensão, visto que existem agora cerca de 4,5 milhões de trabalhadores a menos do que seria de esperar.

Dois fatores são responsáveis pela maior parte desta menor oferta de emprego: uma diminuição da imigração e uma redução da taxa de participação laboral. O primeiro elemento explicaria aproximadamente 1,2 dos 4,5 milhões de trabalhadores a menos, visto que os dados mostram uma mudança na tendência da população não nascida nos EUA desde o início de 2019, que procura trabalho no país. Se a tendência de crescimento observada entre 2015 e 2019 neste segmento da população tivesse continuado, haveria pouco mais de 47 milhões de pessoas nascidas fora dos EUA no final de 2022 com mais de 16 anos, em vez dos 45,9 relatados pela BLS em janeiro. O segundo elemento é a menor taxa de participação laboral, ou seja, uma queda no número de pessoas com mais de 16 anos que trabalham ou gostariam de trabalhar, de 63,3% antes da pandemia para 62,4% em janeiro, equivalente a cerca de 2,7 milhões de trabalhadores a menos.

1. Para projetar o emprego que «deveríamos observar», utilizamos as mais recentes estimativas da população dos EUA (2017) para prever a população com mais de 16 anos e assumimos taxas constantes de desemprego (3,5%) e de participação laboral (63,3%) desde o início da pandemia.

EUA: vagas por desempregado

Rácio



Nota: Na linha tracejada, indicamos a média histórica.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS.

EUA: taxa de participação laboral por idade

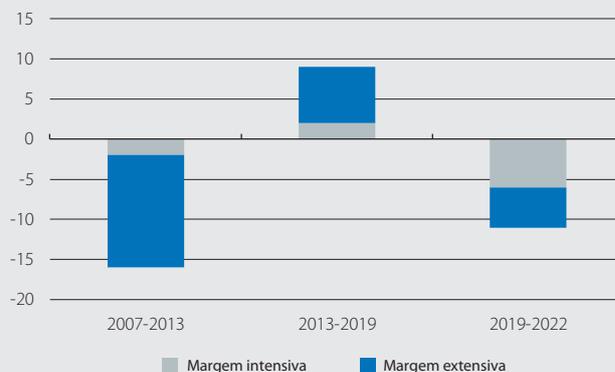
(%)



Nota: Na linha tracejada, marcamos o nível de fevereiro de 2020.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS.

EUA: decomposição da mudança no total de horas trabalhadas

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados de Lee, D. et al. (2023). «Where Are the Workers? From Great Resignation to Quiet Quitting». National Bureau of Economic Research, n.º w30833.

Durante os meses de pico da pandemia, o declínio desta taxa foi particularmente pronunciado e foi atribuído, em parte, a fatores económicos como o medo de trabalhar em empregos mais expostos ao contacto humano ou a incapacidade de muitas pessoas de combinar o trabalho com o cuidado de crianças ou idosos.² No entanto, estes fatores já não deveriam desempenhar um papel significativo. De facto, o que está agora a conduzir esta taxa mais baixa é, acima de tudo, a saída do mercado de trabalho da população com mais de 55 anos. As alterações na composição dentro desta (grande) faixa etária foram particularmente relevantes entre 2016 e 2022, uma vez que o peso da população com idades compreendidas entre os 55 e 59 anos (cuja taxa de participação laboral é muito superior à da população com mais de 60 anos) diminuiu.³

Por outro lado, é importante notar que esta queda no número de trabalhadores ocorre a partir da margem extensiva de oferta de mão de obra, ou seja, o número de pessoas a trabalhar. Mas, ao mesmo tempo que o número de pessoas no mercado de trabalho está a diminuir, as que permanecem no mercado de trabalho trabalham menos horas, reduzindo, por sua vez, a margem intensiva. Este fenómeno denomina-se desistência silenciosa (*quiet quitting*) e deve-se ao desejo de muitos trabalhadores de encontrar um melhor equilíbrio entre trabalho e vida pessoal. Assim, como se pode ver no terceiro gráfico, de acordo com dados de uma investigação recente, a redução das horas trabalhadas entre 2019 e 2022 nos EUA explica-se tanto pela redução da margem extensiva como intensiva, sendo a redução intensiva mais acentuada entre os homens com formação universitária e entre os 25-39 anos.⁴

Será a Fed bem sucedida no equilíbrio da oferta e procura de emprego?

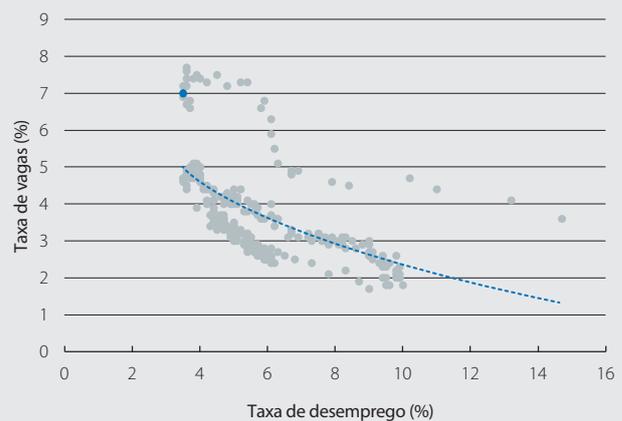
Este desfasamento entre a oferta e a procura de trabalho está a provocar dinâmicas salariais que não estão a ajudar a Reserva Federal a trazer a inflação de volta à sua meta de 2%. A fim de preencher vagas e atrair trabalhadores, as empresas têm de oferecer salários mais elevados, o que por sua vez provoca um aumento da inflação. Por esta razão, através da subida das taxas, a Fed está a tentar reequilibrar a oferta e procura de trabalho, e pretende fazê-lo sem causar um grande aumento da taxa de desemprego: o aperto monetário por si só não encorajará os trabalhadores fora do mercado de trabalho a entrar no mesmo,

2. Este fenómeno, particularmente intenso em 2021, foi chamado a grande renúncia. (*the great resignation*). Ver para mais detalhes «EUA: recuperação (in)completa do mercado laboral» no IM07 /2021.

3. De facto, a mudança na composição dentro da população de 55+ representaria 2,4 milhões dos 2,7 milhões de trabalhadores a menos discutidos acima.

4. Ver Lee, D. et al. (2023). «Where Are the Workers? From Great Resignation to Quiet Quitting». National Bureau of Economic Research, n.º w30833.

EUA: curva de Beveridge



Nota: Em azul, marcamos os últimos dados disponíveis.

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

mas deverá desencorajar as empresas a contratar mais pessoas, reduzindo assim as ofertas de emprego.

Então, será que a Fed conseguirá baixar a taxa de vagas sem necessariamente implicar um aumento acentuado do desemprego? A resposta não é óbvia e grande parte da conclusão do debate sobre se vai haver uma recessão nos EUA depende dela. Há argumentos em ambos os sentidos: por um lado, a curva de Beveridge, que relaciona a taxa de ofertas de emprego com a taxa de desemprego, não é linear e no ponto em que se encontra agora, desde que as relações históricas sejam mantidas, haveria alguma margem para reduzir as ofertas de emprego sem aumentar excessivamente o desemprego.⁵ Além disso, dadas as dificuldades dos últimos anos no preenchimento de ofertas de emprego, muitas empresas podem optar por não destruir postos de trabalho se recearem ter dificuldade em encontrar trabalhadores mais tarde.⁶ Por outro lado, as ofertas de emprego não estão distribuídas uniformemente pelos sectores económicos dos EUA. De facto, as vagas estão altamente concentradas no sector da hotelaria e restauração (precisamente onde os salários por hora são mais baixos), por isso, se assumirmos que a subida da taxa da Fed arrefece a procura em todos os sectores (e suprime as vagas) de forma relativamente semelhante, poderá levar à destruição de empregos no resto dos sectores e assim aumentar a taxa de desemprego.

5. Ver Bok, B. et al. (2022). «Finding a Soft Landing along the Beveridge Curve». FRBSF Economic Letter, 24.

6. De facto, o relatório de janeiro sobre o emprego documentou um número de despedimentos inferior ao habitual para este mês, o que poderia ser explicado pelos receios das empresas quanto a dificuldades em encontrar trabalhadores no futuro.

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	12/22	01/23	02/23
Atividade									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	0,9	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	17,5	8,7	11,5	7,8	8,5	7,0	7,3	7,4	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	109,0	106,0	102,9
Produção industrial	4,9	3,8	4,8	4,5	3,9	2,1	1,1	0,8	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	48,4	47,4	47,7
Habitções iniciadas (milhares)	1.605	1.556	1.720	1.647	1.450	1.405	1.371	1.309	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	306	299	313	310	303	302	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	60,1	60,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-3,9	-3,7	-3,7	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	6,5	6,4	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	5,7	5,6	...

JAPÃO

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Atividade									
PIB real	4,1	0,0	0,5	1,7	1,5	0,6	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	41,4	37,7	34,8	33,1	31,2	29,6	30,3	31,0	31,1
Produção industrial	15,6	-2,6	-0,6	-3,6	4,0	0,6	-0,8	-3,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	0,0	-1,3	14,0	9,0	8,0	7,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,1	4,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	1,4	-0,6	-1,0	-1,9	-3,0	-3,8	-3,7	-5,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	-0,7	-0,3	0,9	2,4	2,9	3,9	4,0	4,4	...
Taxa de inflação subjacente	-1,4	-0,8	-0,9	0,8	1,5	2,8	3,0	3,2	...

CHINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Atividade									
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	-1,8	...	...
Produção industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	1,3	...	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	47,0	50,1	52,6
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	681	889	728	824	908	889	905,1	...	...
Exportações	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	-6,8	-9,9	...	...
Importações	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	-6,5	-7,5	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	1,8	2,1	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	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	7,0	6,8	6,9

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	12/22	01/23	02/23
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	5,4	...	6,1	1,1	-0,6	-2,6	-2,8	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	9,0	...	-0,2	0,4	1,7	1,5	-1,7	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	...	-13,7	-22,6	-26,9	-26,9	-22,0	-20,7	-19,0
Sentimento económico	110,7	...	111,2	103,8	96,5	96,5	97,1	99,8	99,7
PMI indústrias	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	47,8	48,8	48,5
PMI serviços	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	49,8	50,8	52,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	...	3,0	2,6	1,7	1,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,6	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,9	7,3	7,3	7,5	7,2	7,2	7,2	7,1	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	9,5	8,1	8,5	8,1	8,0	7,8	7,8	7,9	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	5,5	3,5	5,5	4,3	2,3	1,9	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	2,8	1,9	3,5	1,7	1,4	0,9	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	7,2	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	7,3	3,9	6,5	5,1	2,5	1,4	-	-	-

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	12/22	01/23	02/23
Inflação global	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	9,2	8,6	8,5
Inflação subjacente	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,2	5,3	5,6

Setor externo

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Balança corrente	2,6	-0,8	1,8	0,7	-0,8	-0,8	-0,8	...	...
Alemanha	7,4	3,8	6,6	5,4	4,2	3,8	3,8	...	...
França	0,4	-2,0	0,1	-0,4	-1,3	-2,0	-2,0	...	...
Itália	3,0	-0,7	2,1	1,0	-0,6	-0,7	-0,7	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,8	92,5	90,2	88,9	91,6	92,6	93,0	93,0

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	12/22	01/23	02/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	4,4	6,1	8,4	7,8	6,3	6,1	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,4	4,6	4,5	4,0	3,8	3,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,4	3,5	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	1,4	1,5	2,1	2,9	3,1	3,5	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	0,0	-1,3	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	-0,3	0,9	5,3	12,0	14,0	15,1	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	0,7	2,0	4,2	7,7	11,3	13,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,4	1,5	...

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

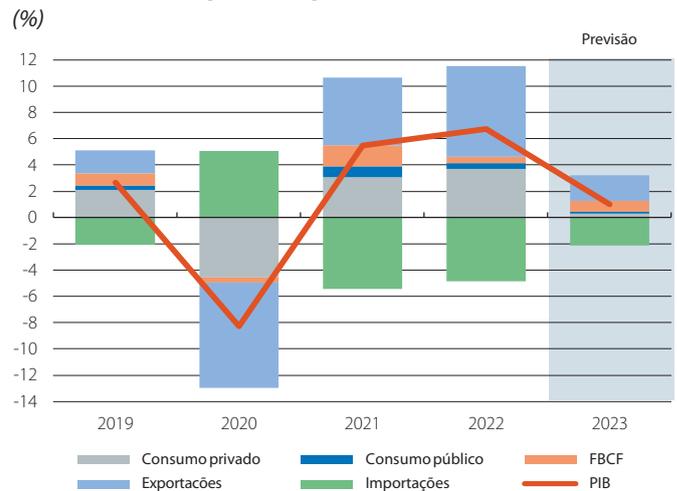
Bons sinais em 2023... apesar dos juros e da inflação

Confirmado crescimento de 6,7% em 2022. As exportações e o consumo foram as componentes que mais contribuíram para este resultado, refletindo o forte incremento da atividade turística e a recuperação do consumo de bens duradouros, nomeadamente da componente automóvel; a despesa com bens não alimentares e serviços evoluiu também positivamente, enquanto que a despesa com bens alimentares contraiu 2,3%. O comportamento das várias componentes do consumo privado evidência, por um lado, o impacto da inflação na despesa das famílias de menor rendimento – contração do consumo de bens alimentares – e, a perceptível concentração de poupanças excedentárias nas famílias de maior rendimento, permitindo a sua canalização para a aquisição de outros bens e serviços, mas também a normalização dos padrões de consumo. Entretanto, os indicadores disponíveis para o início do ano, são ainda poucos, mas indicativos de um comportamento mais positivo do que o implícito nas nossas previsões para o PIB no 1T 23. Com efeito, os indicadores de confiança melhoraram em janeiro e fevereiro e os indicadores relativos ao consumo – venda de carros e levantamentos e pagamentos com cartão – cresceram a bom ritmo no início do ano. Para já mantemos a previsão de que a economia crescerá apenas 1% em 2023, mas os riscos estão enviesados ligeiramente em alta.

Inflação de fevereiro com boas e más notícias. As boas são que o IPC global desce pelo quarto mês consecutivo, para 8,2%, de acordo com a estimativa rápida do INE (8,4% em janeiro). Isto acontece sobretudo pelo recuo na inflação dos produtos energéticos (-2,2% em termos mensais, passando de uma taxa homóloga de 7,1% para 2%). As más vêm da componente *core* e dos produtos alimentares. A *core* tinha em janeiro registado a primeira descida em 15 meses, para 7%, mas voltou a recuperar para 7,2%. Os produtos alimentares não transformados continuam a sua marcha e registam uma inflação nunca vista (pelo menos) desde a adesão à moeda única: 20,1%. O dado do IPC global coloca a nossa previsão para a inflação média em 2023 (5,5%) com riscos de revisão em baixa. Contudo, e também num contexto em que voltámos a observar subidas da inflação noutros países da zona euro, o que subjaz é que a persistência do fenómeno não é negligenciável.

O mercado de trabalho começa a sinalizar uma reversão da trajetória. Mais concretamente, a taxa de desemprego aumentou para 6,5% no 4T 2022, um aumento de 0,7 p. p. face ao 3T e de +0,2 p. p. face ao trimestre homólogo. Por sua vez, a população empregada caiu em cadeia pela primeira vez desde o 1T 2021 (-0,5%, -26.200 postos de trabalho), mantendo-se, ainda assim, substancialmente acima do registado no pré-pandemia (+2,4%, + 117.000 postos de trabalho). A redução em cadeia do emprego é explicada, em larga medida, pela redução nas atividades de consultoria, científicas, técnicas & similares (-11,400), Administração Pública, defesa & segurança social (-11,100) e atividades de saúde humana & apoio social (-12,400). É possível que a normalização da atividade pós-COVID em alguns sectores explique, pelo menos em parte, esta queda, o que poderá ser o caso, por exemplo, das atividades associadas à saúde e apoio social. Apesar deste comportamento, no conjunto do ano, a taxa

PIB: contributo por componentes



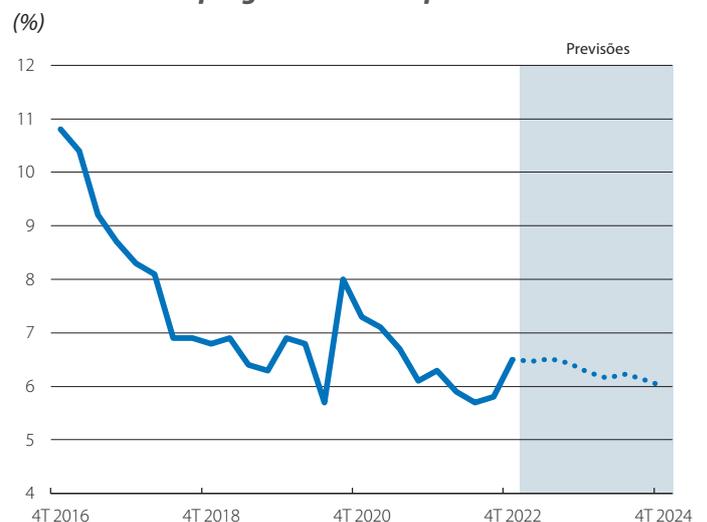
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

IPC: contributo para a variação homóloga



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

Taxa de desemprego: histórico e previsões



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

de desemprego diminuiu para 6,0% (6,6% em 2021), enquanto a população empregada aumentou 2,0%, atingindo o valor mais alto desde 2009. Entretanto, o desemprego registado continua a aumentar, +4,9% em cadeia em janeiro (-9,5% homólogo), com o desemprego nalguns sectores a aumentar mais do que o crescimento médio registado no mês de janeiro dos 5 anos anteriores à pandemia, como a construção (+4,3% em janeiro 2023, face à média de 1,2%) ou o comércio (+8,5%, face à média de 5,5%).

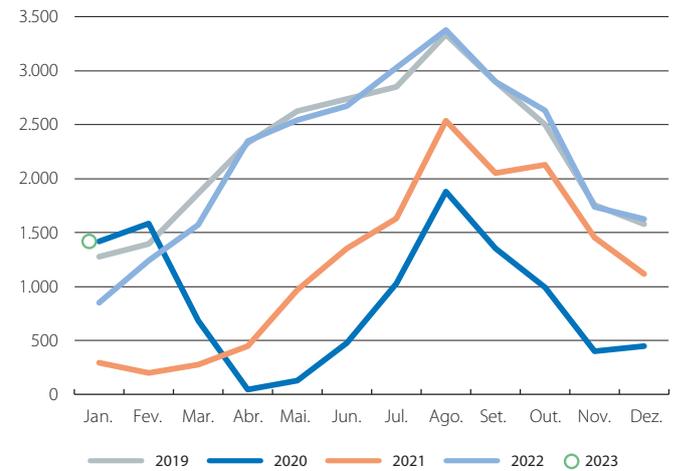
Turismo arranca bem em 2023, com cerca de 1,5 milhões de hóspedes em janeiro. Face a janeiro de 2020 é um crescimento de 3,2%, e em termos homólogos de 72,5%; prolongando o bom tom de 2022. Em retrospectiva do que foi 2022 para o sector, salientamos em primeiro lugar o facto dos proveitos totais nos estabelecimentos turísticos terem superado o patamar de 2019 em 16,5%, pese embora o número de hóspedes como um todo ter ficado ainda aquém do pré-pandemia (-2%). Outro grande destaque foi a performance dos turistas provenientes dos EUA, que aumentaram 25% face a 2019, destronando os turistas alemães como o quarto país emissor mais relevante. Assim, para 2023 esperamos um ano mais favorável suportado por preços de energia inferiores (com reflexo nas tarifas aéreas), eventos *one-off* tal como as jornadas mundiais da juventude, e recuperação de turistas oriundos da China.

Em 2022, a balança corrente e de capital registou um défice equivalente a 0,4% do PIB. Esta situação reflete essencialmente o agravamento da balança corrente, resultante da piora do défice da balança de bens (via encarecimento das importações) e redução do excedente da balança de rendimentos, resultante da diminuição dos fundos europeus atribuídos aos beneficiários finais e ao aumento do pagamento de dividendos. As perspetivas para 2023 são de retorno a uma situação excedentária, refletindo redução do défice da balança corrente e incremento da balança de capitais, que beneficiará da receção dos fundos NGEU. A balança corrente ainda que mantendo uma situação deficitária, melhorará face a 2022, refletindo redução do défice energético associada a um comportamento mais benigno dos preços dos bens energéticos e de boas perspetivas para o setor turístico.

Os depósitos do sector privado não financeiro diminuirão de forma expressiva no primeiro mês do ano. Este comportamento no mês de janeiro destaca-se em toda a série histórica, disponível desde 1980: de facto, verificou-se uma redução de quase 4.000 milhões face ao final de 2022, um comportamento explicado, em larga medida, pela queda verificada no caso dos particulares (-2.540 milhões de euros). Este comportamento estará relacionado com a procura por instrumentos de poupança mais atrativos, como o caso dos Certificados de Aforro, cujas subscrições líquidas aumentaram em 2.909 milhões de euros face a dezembro, atingindo um máximo histórico (desde o início da série, 1998), de 22.534 milhões de euros. Apesar desta queda histórica, o montante de depósitos do sector privado não financeiro mantém-se em níveis muito elevados, cerca de 98% do PIB (face a 105% no final de 2022, quando os depósitos superaram os 249.700 milhões de euros, um máximo histórico) e continuam a registar taxas de crescimento homólogas expressivas (5,1%). Por sua vez, a carteira de crédito do sector privado não financeiro continuou a desacelerar (0,9% homólogo, face a 1,3% em dezembro), com a carteira de crédito à habitação a aumentar 2,6% homólogo (2,7% em dezembro) e das empresas a cair 1,5% homólogo (-1,0% em dezembro).

Número de hóspedes

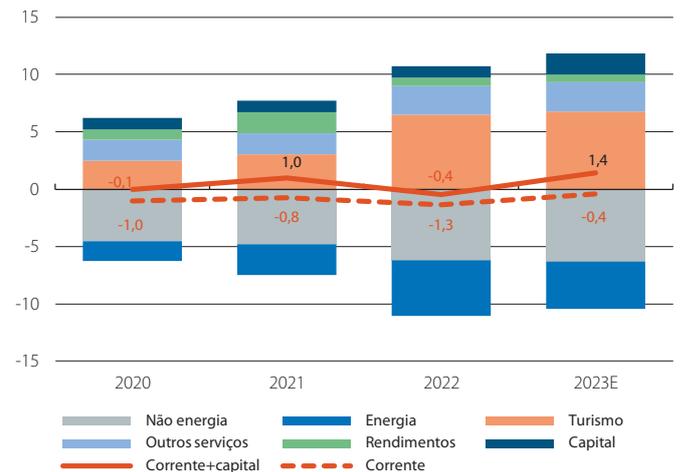
(Milhares)



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

Balança corrente e de capitais: componentes

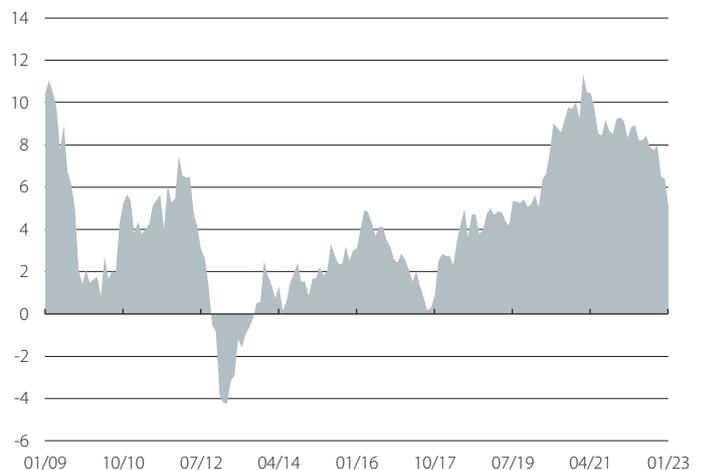
(% do PIB)



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

Depósitos do sector privado não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



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

Impostos municipais e a relação com o mercado imobiliário residencial em Portugal

Nos últimos cinco anos, os preços das casas em Portugal aumentaram cerca de 63%, o que significa que uma casa que, em 2017, custava 100.000 euros passou a custar cerca de 163.000 euros em 2022.¹ De igual modo, o número de transações aumentou de forma expressiva, cerca de 32% no acumulado dos últimos cinco anos. Neste artigo, iremos analisar como é que os impostos municipais relacionados com a habitação evoluíram neste período e perceber a relação com o mercado imobiliário residencial.

Antes de mais, vamos olhar para a execução orçamental da Administração Local (AL). De uma forma geral, a AL tem registado excedentes nos últimos 14 anos, em torno de 0,2% do PIB em média (ver primeiro gráfico). As receitas da AL são, em larga medida, relativas a receita fiscal e transferências correntes, cada uma com um peso de cerca de 37% em 2022 (superior aos 30% registados em 2009). A receita fiscal incorpora os denominados impostos municipais, onde se inclui o Imposto Municipal sobre Imóveis (IMI),² o Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (IMT),³ a Derrama⁴ e o Imposto Único de Circulação (IUC).⁵ Entre estes, os dois primeiros (IMI e IMT) representavam, no conjunto, cerca de 82% do total da receita fiscal e 30% da receita total em 2022⁶ (cerca de 77% e 23%, respetivamente, em 2009), sendo uma importante fonte de financiamento dos municípios. De igual modo, do lado das transferências, destaca-se o contributo das transferências feitas pelo Fundo de Equilíbrio Financeiro (FEF), que representava, em 2022, quase metade das transferências correntes.⁷

1. O dado relativo a 2022 ainda não é conhecido, pelo que os cálculos usam as previsões BPI Research para 2022.

2. Imposto municipal pago pelos proprietários de imóveis, calculado sobre o valor patrimonial tributário, de acordo com diferentes taxas mediante o tipo de imóvel. A receita diz respeito ao município onde o imóvel se encontra.

3. Imposto municipal, pago pelo adquirente do imóvel, dependente do valor da escritura do contrato ou valor patrimonial tributário (o maior dos dois), da taxa, localização e finalidade. A receita cabe aos municípios onde se localizam os imóveis.

4. A derrama é um imposto municipal que incide sobre o lucro tributável do exercício do ano anterior e não isento de IRC das pessoas coletivas; depende da localização, volume de negócios, postos de trabalho criados/mantidos.

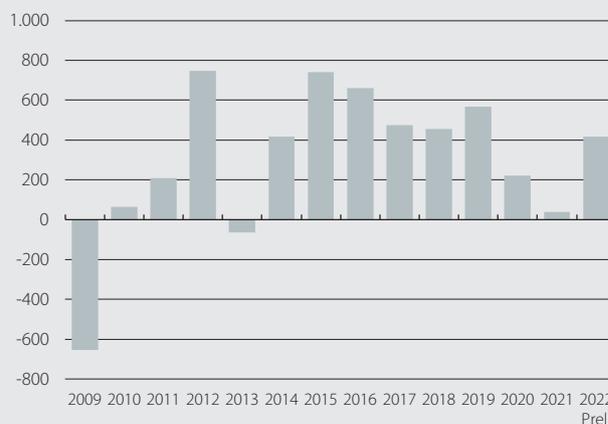
5. Imposto relativo aos detentores de veículos matriculados ou registados no país, pago anualmente no mês de matrícula, por pessoas singulares e coletivas. O montante depende do ano de matrícula, combustível usado, cilindrada e emissões de CO₂.

6. De acordo com os dados preliminares da execução orçamental em contabilidade pública, divulgados pela DGO.

7. De forma a garantir o equilíbrio financeiro, existe uma repartição dos recursos entre o Estado e os municípios através das seguintes transferências: subvenção geral através do Fundo de Equilíbrio Financeiro (FEF), subvenção específica através do Fundo Social Municipal, uma contribuição equivalente a 5% do IRS e uma contribuição de 7,5% da receita de IVA proveniente dos sectores do alojamento, restauração, comunicações, eletricidade, água e gás.

Portugal: saldo das Adm. Locais

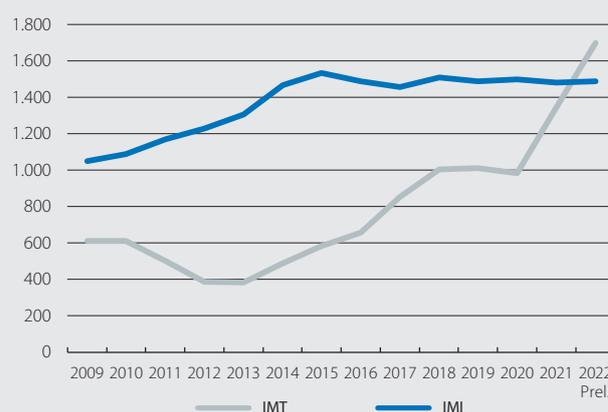
(Milhões de euros)



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

Portugal: receita de IMI e IMT

(Milhões de euros)



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

Por sua vez, as principais despesas dos municípios incluem despesas com pessoal, aquisição de bens e serviços (como os gastos relativos a combustíveis, rendas, material de escritório, comunicações...), transferências correntes (por exemplo, transferências para as juntas de freguesia) e aquisição de bens de capital ou investimento (onde se incluem a aquisição de software, equipamentos sociais, obras, arruamentos...). Estas quatro rubricas foram as responsáveis por mais de 92% da despesa incorrida pela AL em 2022 (acima dos cerca de 87% que representavam em 2009).

Como vimos anteriormente, a receita arrecadada em sede de IMI e IMT é uma importante fonte de financiamento para os municípios. Nos últimos cinco anos, estes dois impostos aumentaram, no conjunto, quase 38%, um crescimento especialmente relevante no caso do IMT (98,5%) (ver segundo gráfico). Este comportamento reflete-se na

alteração da estrutura da receita fiscal da AL; assim, em 2017, o IMI representava cerca de 50% da receita fiscal da AL, um peso que caiu para 38% em 2022. Em sentido contrário, o IMT passou de um peso de 29% em 2017 para 44% no ano passado, tal como é visível no terceiro gráfico.

Tendo em conta a formulação do IMT, o valor arrecadado depende do montante das transações de habitações e/ou do número de transações, uma relação que está representada no último gráfico. Assim, confirma-se que um aumento do valor total das transações de casas gera um aumento da receita de IMT. De igual modo, uma variação de 1% no montante das transações gerou, em 2022, cerca de 1,7% de aumento da receita de IMT (face a 1,0% em 2017). Esta relação com o mercado imobiliário residencial não acontece com a receita de IMI, já que este imposto depende do número de casas existente e do valor patrimonial tributário, e não de novas transações. No entanto, importa ter presente que o montante de receita de IMT depende também de outros fatores não analisados neste artigo, como alterações de taxas ou regulação.

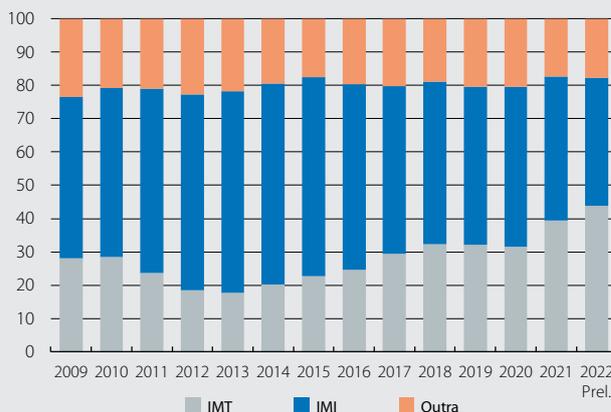
Ainda não temos dados sobre a execução orçamental por município em 2022, mas, de acordo com as contas de 2021, verifica-se que há câmaras mais dependentes da receita de IMI e IMT do que outras. Por exemplo, dentro da Área Metropolitana de Lisboa, estas receitas representavam cerca de 30% da receita total de Sintra, um valor que atinge quase 50% em Cascais. Por sua vez, na Área Metropolitana do Porto, enquanto em Gondomar estas receitas atingem uma percentagem de cerca de 24%, em Vila Nova de Gaia atinge cerca de 40%.

A nossa perspetiva para o mercado imobiliário residencial em Portugal em 2023 é de uma ligeira correção dos preços das casas, e de uma correção mais forte no caso das transações. Neste contexto, é possível que a receita de IMT diminua em 2023, mas estimamos que continue em níveis superiores ao pré-pandemia, pelo que, mantendo-se tudo o resto constante, não nos parece que venha a ser um problema no financiamento dos municípios.

Vânia Duarte

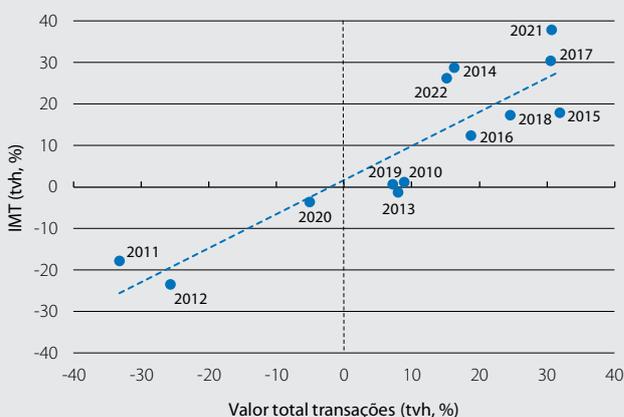
Portugal: receita de IMI e IMT

Peso na receita fiscal (%)



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

Portugal: relação entre IMT e montante total de transações de casas



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

O setor do Azeite em Portugal: retrato breve

O azeite desempenha um papel importante na cultura mediterrânica não só ao nível da sua dieta, mas também em termos simbólicos e até religiosos. Economicamente falando, o azeite foi uma das primeiras exportações do país e é um setor tradicional do tecido empresarial português. Isto está bem vincado no facto de um terço da capacidade de lagares existentes no país ainda ser posse de particulares ou de cooperativas. Aporta também como fonte de rendimento em áreas rurais, contribuindo para a coesão territorial. Neste artigo, pretendemos caracterizar alguns aspetos do setor e da sua evolução recente.

Importa antes de mais recordar a posição relativa de Portugal nesta indústria. Ao nível da produção, de acordo com dados da FAO, os países europeus da bacia do mediterrâneo são responsáveis por cerca de 65% da produção mundial, encabeçados por Espanha que é de forma destacada o maior produtor mundial e que por si só produz mais de 40% da quantidade total. Portugal, com uma produção na casa das 120 mil toneladas, é o oitavo, o que em termos de escala configura uma produção mais de dez vezes inferior à espanhola. Contudo, devemos frisar que tem ocorrido um crescimento significativo da quantidade e da qualidade do azeite produzido em Portugal. A CAGR da produção de azeite entre 2004 e 2014 foi de 3% e no período entre 2014 e 2021 disparou para 19% (25%, no caso do azeite de melhor qualidade, o virgem extra).¹ Atualmente, a produção de azeite virgem extra representa mais de 90% do total e em 2004 representava somente 55%. Para este incremento de produção concorreram vários fatores, mas destacamos dois. Primeiro, o aumento da cultura de olival intensivo e superintensivo² e da produção de azeitona via investimentos efetuados pela indústria na área que constitui o perímetro de rega do Alqueva. A região do Alentejo, que em 2004 produzia 32% do azeite nacional, passou a produzir 80% em 2021 numa superfície de olival que é somente metade da existente no país. Ou seja, no Alentejo, entre 2004 e 2021 e fruto do investimento no olival intensivo, a superfície cultivada cresceu 33% mas a produção de azeite cresceu mais de 1000%. Trata-se de um acréscimo de produtividade surpreendente, bem distinto das outras regiões do país e bem visível a partir do momento em que olival intensivo começa a dar rendimento³ (ver terceiro gráfico). Segundo

1. Com acidez até 0,8%.

2. O olival intensivo e superintensivo distingue-se do tradicional sobretudo pela densidade de plantação de oliveiras. No tradicional 50 a 100 árvores/ha; no intensivo 200 a 450 árvores/ha, e; no superintensivo 1500 a 2000 árvores/ha. Permitem também maior mecanização da colheita e menor período de tempo até os olivais chegarem ao seu pico de rendimento.

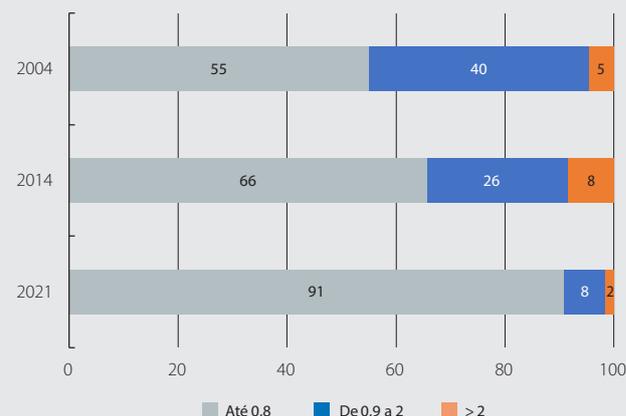
3. O início do enchimento da barragem do Alqueva deu-se em 2002 e um olival intensivo plantado nessa altura só atingirá o seu pico de rendimento 8 a 10 anos depois.

Produção de azeite por grau de acidez
(Milhares de hectolitros)



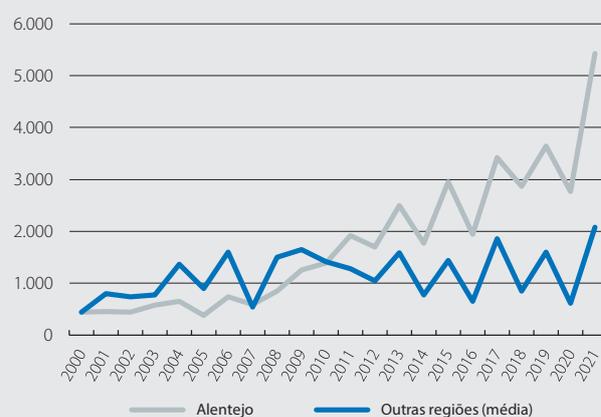
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Produção de azeite por grau de acidez
(Em % do total de hectolitros produzidos)



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

Produtividade de azeitona para azeite
(kg/ha)



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

fator a destacar, a instalação de lagares com tecnologia mais moderna,⁴ permitindo obter uma maior produção em menos espaço e com menos processos manuais. Estes lagares são hoje mais de metade dos que se encontram em laboração e em 2004 a sua existência era residual. Em suma, podemos afirmar que em Portugal o setor caracteriza-se nos últimos anos por maior produção de azeitona e azeite (resultado do regadio possibilitado pelo Alqueva e do olival intensivo) e por uma maior mecanização em diversas fases da cadeia de valor.

Chegados a este nível de produção, Portugal apresenta um grau de auto-aprovisionamento de azeite superior a 180%,⁵ motivo de destaque por ser algo que não acontece em muitas categorias importantes de produtos do universo agroalimentar como as carnes (grau de aprovisionamento de 81,6%) ou as Leguminosas (18,6%), por exemplo. Isto permite ao país tornar-se um exportador líquido de azeite a partir de 2011 com um saldo comercial positivo superior a 300 milhões de euros; encontrando-se este produto entre os mais representativos das exportações agroalimentares nacionais (em valor), juntamente com o vinho, as frutas e o pescado. Espanha (38%), Brasil (33%) e Itália (18%) são os principais destinos do azeite exportado (em valor) e Espanha é também a origem quase exclusiva do azeite que importamos. Outro aspeto positivo a reter são os termos de troca deste produto, que nos são favoráveis como pode ser observado no último gráfico: em 2021 exportámos azeite a um preço médio de 3,2 euros por quilograma e importámos a 2,7 eur/Kg. Nestas métricas, Portugal compara bem inclusivamente com o país líder do mercado, Espanha apresentou entre 2015 e 2021 um preço médio de exportação de 3,22 eur/Kg face aos 3,42 eur/Kg de Portugal.

Não se pense, contudo, que a trajetória que apresentámos é isenta de melhorias e desafios. Em primeiro lugar a diversificação dos destinos de exportação – mais de 90% do valor exportado destina-se a quatro países – Espanha, Brasil, Itália e EUA. Depois, melhorar o posicionamento das marcas nacionais, colocando o produto mais como um bem diferenciado e menos como uma *commodity*, à semelhança do que têm feito os produtores italianos.⁶ Além disto, alcançar maior penetração em mercados que pagam um preço mais elevado pelo azeite, como a Alemanha.⁷ Em paralelo, cabe à indústria nacional ter o engenho de aproveitar alguns ventos de cauda para o setor: o azei-

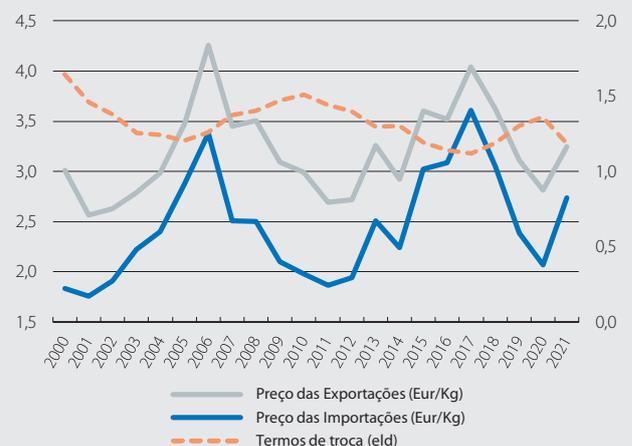
Balança comercial do azeite

(Milhões de euros)



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

Termos de troca do azeite português



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

te é hoje reconhecido como um produto benéfico para a saúde e o seu consumo tem crescido nos principais países que não são produtores, como os EUA e o Brasil.

Tiago Belejo Correia

4. Sistema de extração contínuo de duas fases.
 5. De acordo com as estatísticas agrícolas de 2021 do INE. O grau de auto-aprovisionamento é o rácio entre Produção doméstica e Consumo doméstico.
 6. O preço médio de exportação do azeite italiano entre 2015 e 2021 foi de 4,42 eur/kg.
 7. A Alemanha representou em 2021 apenas 0,5% do valor exportado de azeite Português, mas o preço médio de exportação entre 2015 e 2021 foi dos mais elevados: 4,07 eur/Kg.

Os cereais em Portugal: sem risco de roturas, mas a precisarem de mais produção

Os últimos acontecimentos globais¹ trouxeram à tona preocupações em torno da elevada dependência de Portugal do exterior no mercado de cereais. A continuada urbanização de terrenos rurais, as alterações nos hábitos alimentares, o aumento da área de regadio e consequente alteração das culturas nessas áreas e a quase estabilização dos preços pagos aos produtores explicam a redução da área dedicada à cultura de cereais e consequente diminuição da produção de Portugal nas últimas décadas.

A perda de relevância da cultura de cereais ocorreu, desde logo, na superfície agrícola utilizada para o seu cultivo e estagnação das quantidades produzidas. Em 2020, a área cultivada era de 208 mil hectares, menos 64% do que em 2000, refletindo-se numa redução de cerca de 30% na produção. No mesmo período, o consumo aumentou apenas marginalmente (5%), mas o suficiente para que o grau de autoaprovisionamento caísse para 20%. Estes números colocam Portugal muito abaixo do nível de autoaprovisionamento a nível mundial (mais de 50%). As perdas de autoaprovisionamento ocorreram em todos os cereais, salientando-se os de maior consumo. No trigo a queda foi de cerca de 20% em 2000 para 6% em 2021 e no milho de 43% para 24%. O centeio e a aveia, onde Portugal era praticamente autossuficiente no início do século, registam atualmente graus de aprovisionamento de 49% e 27%, respetivamente.

A perda de relevância económica dos cereais é também evidente no valor produzido, que atualmente representa apenas 4% do total da produção agrícola, menos quase 3 pontos percentuais do que em 2000. O milho surge como o cereal de maior relevância, representando em 2022 66% da produção total de cereais (mais 10 pontos percentuais) do que em 2020; seguido do trigo 17% do total produzido e o arroz (10%).

No mesmo período, o consumo total de cereais manteve-se relativamente estável, apresentando entre 2000 e 2022 um crescimento médio anual de 0,2%. Por tipo de consumo, houve uma queda do consumo humano e para utilização industrial e aumento do consumo animal, correlacionado com o aumento da produção animal. Por cereal destaca-se o aumento do consumo de cevada, sobretudo pelo setor industrial, refletindo o crescimento da produção de cerveja (em termos médios anuais, o consumo total de cevada aumentou 5,8%, mas a parte destinada à indústria aumentou 9%).

Neste contexto de elevada dependência de importações para satisfação das necessidades de consumo interno, o impacto dos constrangimentos associados à guerra na

1. Pandemia e guerra na Ucrânia.

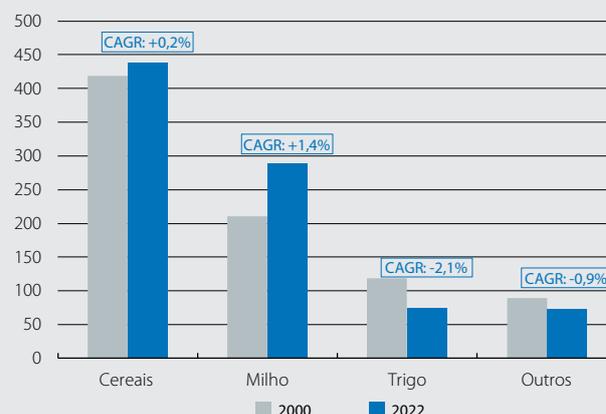
Indicadores cultura de cereais

	2000	2021	CARG
Superfície cultivada (mil hectares)	578	208	-4,7
Produção (mil toneladas)	1.614	1.118	-1,7
Produtividade (Kg/ha)	2.793	5.372	3,2
Consumo total (mil toneladas)	4.474	4.711	0,2
Humano	1.303	1.207	-0,4
Animal	2.517	3.043	0,9
Industrial e outros	654	461	-1,7
Autoaprovisionamento (%)	34	19	-2,6

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

Cereais: evolução da produção

(Preços correntes)



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

Ucrânia sentiu-se sobretudo ao nível do encarecimento das importações líquidas de cereais. Em 2022, as importações líquidas de exportações estavam cerca de 43% mais caras do que em 2021, explicando 95% do agravamento do défice face a 2021. De facto, no último ano, o défice da balança de cereais atingiu 1,3 milhões de euros, mais 440 milhões do que em 2021.²

Entre os vários cereais destaca-se a dependência das compras ao exterior de milho e trigo. O primeiro representa 52% das toneladas de cereais importadas e 50% do défice da balança de cereais; no caso do trigo, as percentagens são 27% e 33%, respetivamente.

Em termos da estrutura de fornecedores, Portugal estava menos exposto à suspensão dos fornecimentos oriundos da Rússia e da Ucrânia. A importância da Rússia é pratica-

2. Em 2022, o comportamento muito mais positivo das exportações do que das importações, que em valor praticamente duplicaram (+98%), enquanto as importações aumentaram 56%. Em quantidade, as primeiras cresceram cerca de 83% e as segundas 10%.

mente nula (em termos médios representou apenas 2% das importações de cereais entre 2017 e 2021); e a Ucrânia, embora representando 10% do total importado, aparece em 4º lugar, depois de Espanha (20%), França (19%) e Brasil (17%). Esta diversidade de fornecedores facilitou que, em 2022, Portugal facilmente encontrasse substituto para a diminuição das importações da Ucrânia (que ainda assim representaram 8% do total de cereais importados). O Brasil tomou o primeiro lugar como fornecedor com uma quota de 28% (tirando partido do bom ano agrícola naquele país).

No milho, que representa mais de 50% das importações de cereais – a Ucrânia representava antes da guerra 37% das suas importações, um pouco acima da quota do Brasil (32% do total), que em 2022 passou a contar para um pouco mais de 50% das importações deste cereal.

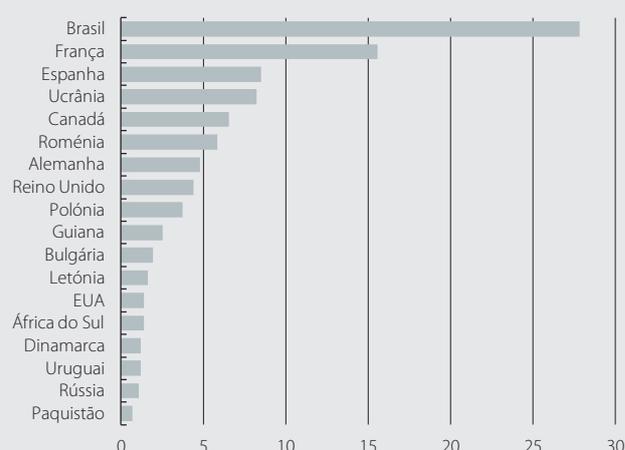
No caso do trigo, segundo cereal mais importado por Portugal, a Ucrânia tinha pouco significado (2% do total importado) e França manteve-se como principal fornecedor com uma quota de quase 60%.

Tendo em conta a estrutura nacional das importações de cereais e a capacidade de canalizar eventuais suspensões para outros fornecedores, atribuímos baixa probabilidade que situações de rotura se verifiquem, e os principais riscos relacionam-se principalmente com a evolução dos preços, ainda muito dependente da situação na Ucrânia. Mas neste capítulo, as notícias são moderadamente positivas. Beneficiando do acordo negociado em julho pelas Nações Unidas, que permite a exportação de cereais ucranianos a partir do porto de Odessa e as boas notícias relativamente às colheitas em países como os EUA e Brasil, o preço dos contratos de futuros para 2023 sugerem alguma correção nos preços dos principais cereais. No caso do milho e do trigo, os dois cereais mais importados por Portugal, a correção implícita nos respetivos contratos de futuros é de 7,4% e 12,6%; na cevada, terceiro cereal que Portugal mais importa, a correção é de 26,7%. A confirmação deste cenário trará algum alívio tanto no comportamento da balança comercial como nos preços praticados junto do consumidor.

Na balança comercial (dos cereais), admitindo estagnação das quantidades importadas e exportadas, a incorporação desta correção no preço unitário das importações e exportações refletir-se-ia na redução do défice da balança comercial de cereais de cerca de 34%, ou seja, menos 153 milhões de euros do que em 2022.

No consumidor, a correção face a 2022 será moderada, tendo em conta que os preços continuarão muito acima do que eram antes da guerra, mas começará a sentir-se, na medida em que em média antecipamos que em 2023 a inflação dos bens alimentares ainda se situe em torno dos 10%, apenas 2 pontos percentuais abaixo da do ano anterior.

Cereais: origem das importações em 2022 (Quantidades em % do total das importações de cereais)



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

Cereais: preços e preços dos contratos de futuros (USD/BU)



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

A manutenção de preços mais elevados face ao histórico poderá trazer algumas vantagens ao nível da rentabilidade, sobretudo se realmente os preços de outros fatores que afetam os preços no produtor como o dos fertilizantes e dos combustíveis, tiverem comportamentos mais positivos, como se espera, beneficiando da regularização das cadeias de abastecimento global, favorecendo o incremento da produção.

Teresa Gil Pinheiro

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	12/22	01/23	02/23
Índice coincidente para a atividade	3,4	6,0	7,1	6,7	5,4	4,7	4,7	4,7	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,5	0,5	-2,1	2,0	1,8	0,1	2,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-0,1	-2,3	-4,7	-6,6	-6,9	-6,3	-5,0
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	...	46,0	-22,6	4,3	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	...	25,8	4,5	-2,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,6	13,8	11,5	14,2	15,8	13,6	13,5	14,9	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,6	259,9	298,1	244,4	158,6	158,6	154,0	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,0	13,0	21,1	17,9	8,1	5,8	6,1	10,2
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	12,7	3,1	3,3	0,0	0,5	3,7	...
Indicador coincidente do consumo privado	5,0	4,4	6,9	5,2	3,2	2,3	2,3	2,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-19,3	-30,5	-31,8	-37,0	-38,1	-37,0	-35,0
Mercado de trabalho									
População empregada	2,8	2,0	4,7	1,9	1,1	0,5	-0,5	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	6,0	5,9	5,7	5,8	6,5	6,7	...	...
PIB	5,5	6,7	11,9	7,4	4,8	3,2	-	-	-

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	12/22	01/23	02/23
Inflação global	1,3	7,8	4,3	8,0	9,1	9,9	9,6	8,4	8,2
Inflação subjacente	0,8	5,6	3,1	5,5	6,5	7,2	7,3	7,0	7,2

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	12/22	01/23	02/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	23,1	21,2	18,9	22,7	23,1	23,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,2	33,3	31,5	35,2	31,2	31,2	...	...
Saldo corrente	-1,6	-3,2	-3,5	-4,4	-4,2	-3,2	-3,2	...	...
Bens e serviços	-5,5	-4,9	-6,8	-6,4	-5,3	-4,9	-4,9	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,7	3,3	2,0	1,1	1,7	1,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,1	-1,1	-0,1	-1,0	-1,9	-1,1	-1,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	8,9	8,2	7,8	6,4	6,4	5,1	...
À vista e poupança	16,3	7,3	15,3	12,9	11,2	7,3	7,3	5,3	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	1,1	2,3	3,3	5,2	5,2	4,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	9,8	8,5	-0,1	12,4	12,4	22,3	...
TOTAL	9,0	6,5	8,9	8,2	7,5	6,5	6,5	5,5	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	2,9	1,3	2,8	2,5	1,9	1,3	1,3	0,9	...
Empresas não financeiras	2,2	-1,0	1,2	0,7	-0,5	-1,0	-1,0	-1,5	...
Famílias - habitações	3,3	2,7	3,0	3,8	3,3	2,7	2,7	2,6	...
Famílias - outros fins	3,1	2,9	6,4	3,3	3,2	2,9	2,9	1,4	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	5,3	-1,3	-1,5	-2,7	-2,7	-2,9	...
TOTAL	2,9	1,2	2,8	2,4	1,7	1,2	1,2	0,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,7	...	3,6	3,4	3,2	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola tem um bom começo de ano

A leitura que se retira do comportamento dos indicadores económicos sugere que a economia espanhola está a ganhar dinamismo nestes primeiros meses do ano. Emprego, consumo, atividade na indústria e serviços, bem como o setor externo, estão todos a apresentar bons números. Há apenas um grande senão: a inflação, que continuou a refletir as pressões significativas sobre os preços em fevereiro. Apesar disso, a conclusão da análise da conjuntura é que a economia espanhola continua a resistir melhor do que o esperado ao complexo cenário económico em que nos encontramos.

O emprego é, mais uma vez, surpreendentemente positivo.

Os números de fevereiro relativos às inscrições na Segurança Social mostram que o mercado de trabalho começou o ano com um grande dinamismo. A média de inscrições aumentou 88.918 em fevereiro, mais do que o habitual para um mês de fevereiro (+71.000 em média durante o período de 2014-2019). Este é o melhor resultado para o mês de fevereiro em oito anos. Ajustado de sazonalidade, houve um aumento mensal de 81.808 pessoas, o maior aumento desde abril do ano passado. Os efeitos da reforma laboral continuam a fazer-se sentir na evolução da taxa de emprego temporário, que caiu para 14,2% (27,2% em dezembro de 2021).

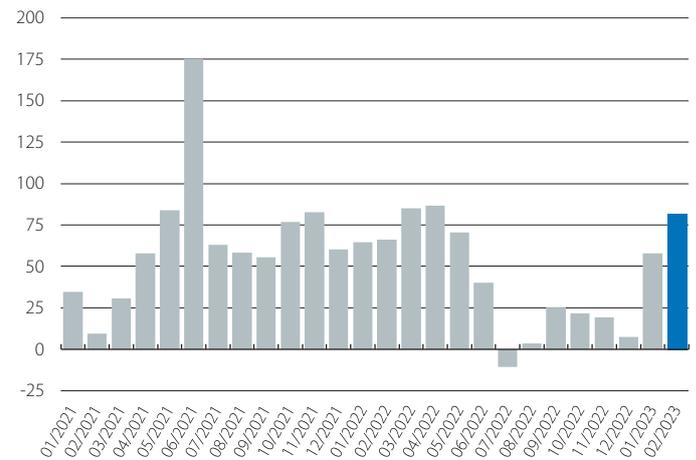
Os indicadores de atividade estão a ter um bom começo este ano.

O PMI da indústria manufatureira regressou ao território de expansão em fevereiro, aumentando acima dos 50 pela primeira vez desde junho de 2022, atingindo os 50,7 (48,4 em janeiro). Do mesmo modo, o indicador homólogo do sector dos serviços aumentou 4 pontos para 56,7 pontos, colocando-o firmemente na zona de expansão. Do lado do consumo, o monitor de consumo do CaixaBank Research mostra que a atividade dos cartões de pagamento eletrónico espanhóis moderou o seu ritmo de crescimento em fevereiro, com uma taxa homóloga de 7% em comparação com 10% em janeiro, embora este crescimento seja superior ao registado no 4T 2022 (6%).

O sector externo continua a trazer boas notícias. O saldo da balança corrente encerrou 2022 com um excedente de 0,9% do PIB, apenas 1 décima abaixo do registo de 2021. Este valor muito positivo foi alcançado apesar de o défice comercial de bens energéticos ter sido de 4,3%, 2,2 p.p. mais elevado do que em 2021, arrastado pelo acentuado aumento dos preços do gás e do crude ao longo do ano. A balança comercial de bens não energéticos também fechou com um défice (-0,9%), embora nos últimos meses do ano tenha registado um excedente, graças à recuperação das exportações em termos reais e à contenção das importações. Do lado dos serviços, o saldo dos serviços não turísticos atingiu um excedente de 3,1% do PIB (1,6% em 2021), o mais elevado da série histórica. Finalmente, a balança de serviços turísticos registou um excedente de 3,7% do PIB,

Espanha: inscritos na Segurança Social *

Variação mensal (milhares de pessoas)

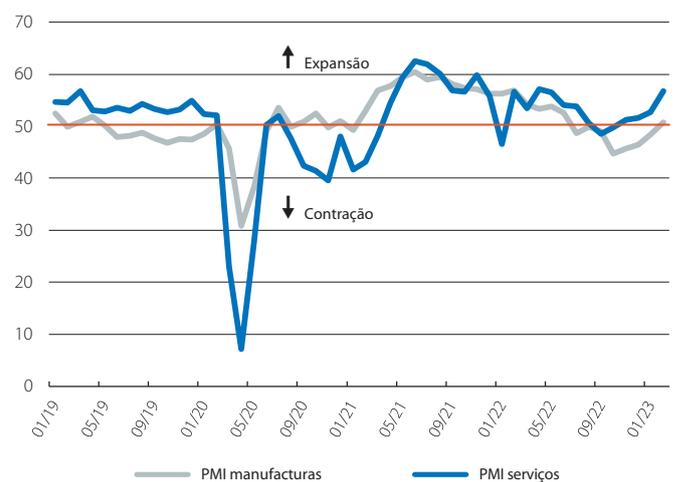


Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

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

Espanha: PMI

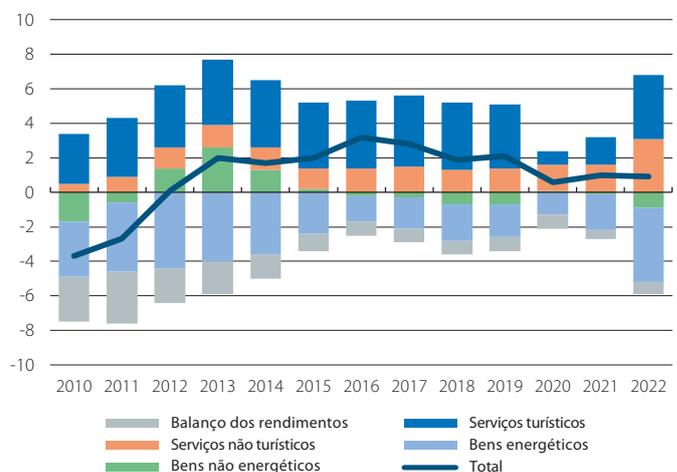
Nível



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

Espanha: balança corrente

(% do PIB)



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

recuperando assim os níveis de 2019. Este valor foi alcançado graças à redução das despesas dos espanhóis no estrangeiro (1,4% do PIB em 2022 vs. 2,0% em 2019), o que compensou o facto de as receitas geradas pelos turistas internacionais em Espanha, serem ainda inferiores ao nível pré-COVID (5,3% do PIB em 2022 vs. 5,7% em 2019).

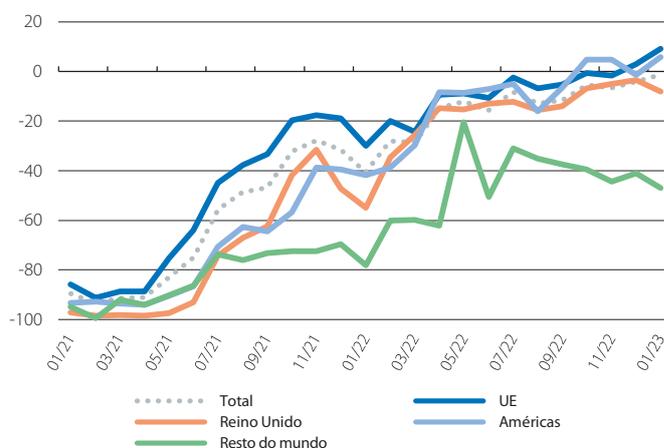
No entanto, os dados mais recentes sobre a chegada de turistas internacionais confirmam que a atividade turística no ano passado foi «de menos a mais», e que o ano 2023 começou com grande dinamismo. O número de turistas internacionais que visitam Espanha atingiu 4,1 milhões em janeiro, apenas 1,2% inferior ao de janeiro de 2019 e um aumento anual de 66,8%. Por países, destaca-se a chegada de turistas da UE, com um recorde para um mês de janeiro, com 2,7 milhões de turistas, mais 9,1% do que em janeiro de 2019. O número de chegadas de turistas americanos também manteve uma dinâmica muito positiva e atingiu um nível 6,0% mais elevado do que em janeiro de 2019. Em contraste, o turismo britânico continua relativamente fraco, com chegadas 8,1% mais baixas do que no mesmo mês de 2019.

O aumento da inflação continuou em fevereiro. Conforme a estimativa flash do IPC, a inflação global aumentou em fevereiro pelo segundo mês consecutivo, situando-se em 6,1%, 2 décimos de ponto percentual acima do que no mês anterior. A inflação de base (que exclui energia e alimentos não processados) subiu novamente para 7,7%, também 2 décimos de ponto percentual acima de janeiro, embora a variação mensal tenha mostrado um crescimento muito elevado durante um mês de fevereiro (+0,7% em fevereiro de 2023 vs. +0,0% em média durante fevereiro de 2017-2019), assinalando que as pressões sobre os preços permanecem consideravelmente elevadas. Na ausência de uma repartição por componente, o INE observou que os principais motores da inflação foram o aumento dos preços da eletricidade, embora, muito provavelmente, tenham continuado a registar uma queda acentuada em termos homólogos (-40,8% em janeiro), e um novo aumento dos preços dos alimentos e bebidas (+14,6% em janeiro); enquanto a moderação dos preços dos combustíveis ajudou a conter o aumento do IPC.

Os preços das casas fecharam 2022 com uma tendência ascendente, embora o ritmo de crescimento continue a ser moderado. Os preços das habitações aumentaram 0,5% em cadeia no último trimestre do ano passado, superando assim a estagnação do 3T (+0,0%). Com este número, a taxa homóloga fechou o ano em 3,3%, embora com um perfil de moderação ao longo do ano (no 1T, foi de 6,7%). Do lado da procura de habitação, os sinais de arrefecimento são cada vez mais evidentes. Em dezembro, o primeiro declínio anual no número de vendas e compras foi registado de acordo com o INE (-10,2%). No entanto, em 2022 no seu conjunto, foram registadas quase 650 000 vendas (+14,7%), o valor mais elevado desde 2007. A atividade do mercado imobiliário encerra assim um ano de forte crescimento, mas que nos últimos meses começou a dar sinais de abrandamento.

Espanha: chegada de turistas internacionais por país de origem

Varição relativamente ao mesmo mês de 2019 (%)

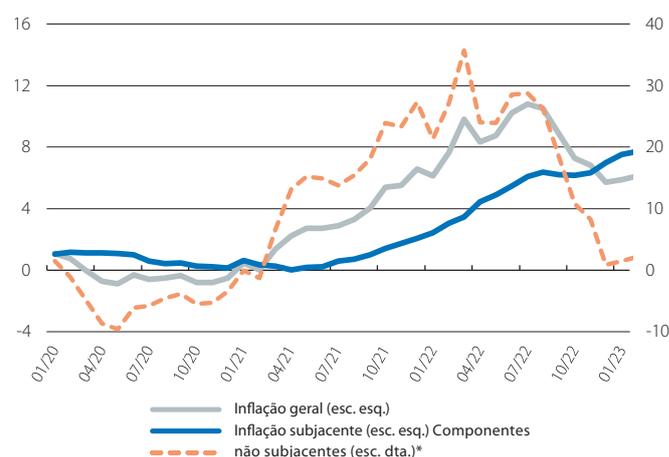


Fonte: BPI Research, com base em dados do INE.

Espanha: IPC

Varição homóloga (%)

Varição homóloga (%)



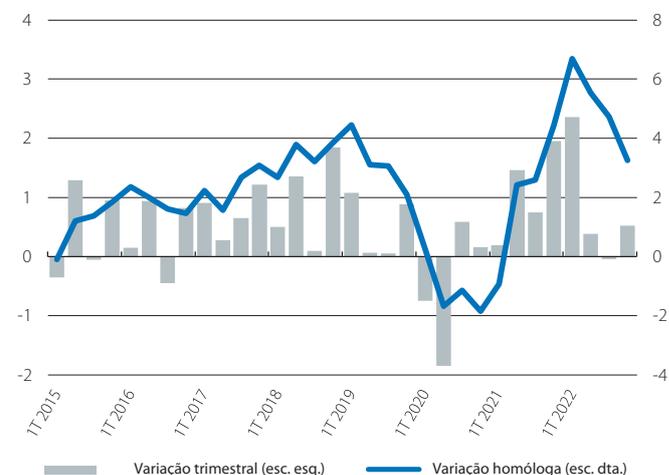
Nota: * Agregado de alimentos não processados e produtos energéticos.

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

Espanha: preços das casas

Taxa de variação trimestral (%)

Taxa de variação homóloga (%)



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

Fundos Next Generation EU: como vão e como isso afeta a economia

No final do segundo ano de desembolso dos fundos da Next Generation EU (NGEU), é tempo de fazer um balanço. Espanha incluiu 28,4 mil milhões de euros do Mecanismo de Recuperação e Resiliência, o principal instrumento da NGEU, no Orçamento de Estado de 2022. As expectativas foram cumpridas? Os investimentos e as reformas estão a ser implementados como previsto?

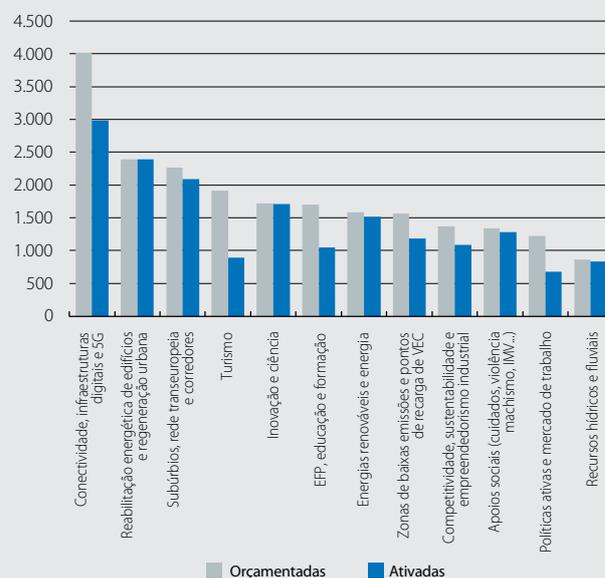
Investimentos: muitos projetos ativos e com um ritmo de execução *in crescendo*

Muitos projetos orçamentados foram lançados em 2022 (ver primeiro gráfico), num montante total de cerca de 25,1 mil milhões de euros (88% do que foi orçamentado), conforme os dados de execução orçamental, com convocatórias abertas para apoios e concursos, bem como os itens em que se iniciou a distribuição de fundos às administrações regionais e locais e às instituições públicas que executam programas de investimento. Contudo, ao analisar a execução dos fundos, esta estimativa é demasiado ampla, pois inclui projetos em que os fundos estão (ou estarão iminentemente) disponíveis para o sector público, mas em que os beneficiários dos apoios associados ainda não foram identificados. Por outras palavras, dinheiro que ainda está «nos cofres». Se olharmos para os projetos ativados em 2021-2022, desde o início do NGEU, estamos a falar de mais de 47 mil milhões de euros, 90% do que foi orçamentado.

Mas, se em vez de fundos orçamentados, olharmos para os fundos atribuídos ou, no jargão orçamental, «comprometidos», teremos uma ideia um pouco melhor do ritmo a que os investimentos estão a chegar à economia real. Com este critério, verificámos que, com referência ao orçamento de 2022, a Administração Geral do Estado atribuiu fundos no valor de 21,9 mil milhões de euros (42,9 mil milhões em 2021-2022),¹ 77% do montante orçamentado, embora parte dos fundos tenham sido atribuídos às comunidades autónomas, empresas locais e entidades e empresas públicas para que estas, por sua vez, pudessem lançar o concurso correspondente ou o concurso definitivo para o destinatário final. Em particular, destes 21,9 mil milhões adjudicados, estimamos que cerca de 6,2 mil milhões (28%) tenham sido alocados a empresas privadas. Destes 6,2 mil milhões, 2,2 mil milhões foram alocados no primeiro semestre e 4 mil milhões no segundo semestre, mostrando uma aceleração das adjudicações ao sector privado no segundo semestre do ano.

1. Os fundos autorizados em 2021-2022 representaram 81,5% dos fundos orçamentados para os dois anos como um todo.

Espanha: fundos NGEU, investimentos de 2022 (Milhões de euros)



Nota: Investimentos ativados incluem fundos transferidos (e ainda não transferidos, mas prestes a serem transferidos) para comunidades autónomas, autoridades locais e organismos públicos, mesmo que não tenham publicado o programa de apoio associado.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da IGAE, até novembro de 2022.

No segundo gráfico, podemos distinguir os principais pedidos de fundos NGEU adjudicadas pelo Estado em 2021 e 2022.² Destacam-se os projetos de infraestruturas ferroviárias, o programa de financiamento para PME e trabalhadores independentes através de garantias, o programa Kit Digital para financiar a digitalização dos trabalhadores independentes e PME, e os programas de mobilidade sustentável e transformação urbana, bem como a energia com um claro compromisso com a sustentabilidade (renovação energética de edifícios).

Se quisermos ser ainda mais precisos, e ir para a última camada, ou seja, o montante de fundos que atingiu o tecido produtivo, o valor será inferior aos fundos concedidos, dado que os beneficiários têm de apresentar documentação antes de o pagamento ser executado. Se nos concentrarmos nos pagamentos do Estado aos beneficiários finais (ou seja, pagamentos ao sector privado, pagamentos de ajuda direta a outras entidades públicas, sem as transferências para outras entidades públicas, onde devem subsequentemente publicar uma convocatória à apresentação de propostas para a atribuição dos fundos, e

2. No total, o Estado adjudicou em 2021-2022 19,2 mil milhões de euros (a favor de empresas privadas, bem como auxílios diretos concedidos a outras entidades públicas em que não são obrigados a lançar uma chamada subsequente), aos quais se devem acrescentar 4,1 mil milhões alocados às comunidades autónomas.

ajuda a centros tecnológicos, universitários e educativos) para o que foi orçamentado em 2022, verificamos que o Estado desembolsou 8,2 mil milhões, 30% do que foi orçamentado nesse ano.³ No entanto, a aceleração na segunda metade do ano passado foi palpável: o Estado desembolsou fundos de quase 6 mil milhões de euros, três vezes mais do que no primeiro semestre do ano.

Em termos de PERTEs, projetos com elevado potencial de transformação e uma elevada componente PPP, os concursos lançados (ou seja, a soma dos concursos abertos e dos já resolvidos) em 2021-2022 totalizaram 12,3 mil milhões (quase 30% do total de 47 mil milhões de euros em projetos ativados em 2021-2022), incluindo 4,9 mil milhões no PERTE de energias renováveis, 2 mil milhões no PERTE VEC⁴ e 1,84 mil milhões no PERTE aeroespacial. É de notar que, tendo em conta o reforço dos 18 mil milhões de empréstimos que se destinam a ser canalizados para o PREE, o investimento público total nestes projetos entre 2022 e 2026 será superior a 40 mil milhões de euros.

Em antecipação a 2023, espera-se que os fundos europeus venham a desempenhar um papel mais importante na economia: há muitos projetos em curso que devem cristalizar e alcançar o tecido produtivo e espera-se que a velocidade de cruzeiro de propostas e desembolsos seja mantida consistentemente, como observado na segunda metade de 2022. Além disso, os números anunciados para o primeiro semestre de 2023 mostram a concentração do orçamento em algumas convocatórias com um elevado envelope financeiro⁵ e este deve ser o ano em que as grandes adjudicações são abertas em PERTE, tais como das energias renováveis e hidrogénio verde ou a segunda convocatória da cadeia industrial VEC (na primeira convocatória, os projetos foram resolvidos em 793 milhões, abaixo dos 2.975 milhões orçamentados).

Se tudo o que era esperado em 2022 e parte do que foi orçamentado em 2023 for implementado⁶ (no total o número poderia exceder os 20 milhões de execução), o impacto macroeconómico no crescimento em 2023 seria substancial e poderia atingir 1,0 p.p. Uma rápida implementação dos fundos em 2023 é também fundamental para a continuação do desembolso dos fundos europeus: Os desembolsos iniciais dependiam principalmente da realização de reformas, mas à medida que avançamos, o cumprimento de metas quantificáveis (*targets*) relacionadas com os investimentos ganhará peso. Sem ir mais lon-

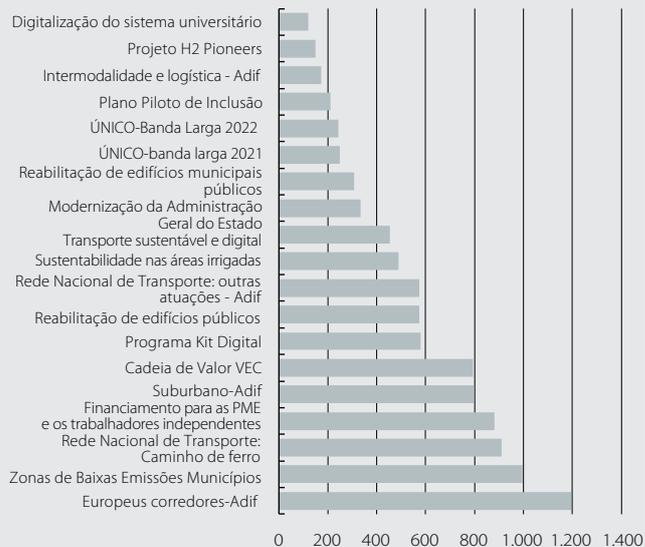
3. Dados até novembro de 2022.

4. VEC: Programa Veículo elétrico e ligado

5. As cinco maiores chamadas em transição verde, digitalização, comércio e turismo, educação e emprego são responsáveis por pelo menos 70% das subvenções em cada um destes sectores. Foram orçamentados 11,6 mil milhões em chamadas no H1 2023.

6. Por execução, entendemos que os fundos são desembolsados e estão disponíveis para o tecido produtivo.

Principais convocatórias da NGEU adjudicadas pelo Estado em 2021-2022 (Milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do portal do Plano de Recuperação, Transformação e Resiliência.

ge, em 2023 haverá metas quantitativas a serem cumpridas, medidas desde o início do Plano, entre as quais se destacam as seguintes: 231.000 ações de renovação em pelo menos 160.000 casas, uma frota mínima de 238.000 veículos e pontos de recarga, 800.000 PME que beneficiam do Kit Digital ou um aumento da capacidade de energia renovável de 8.500 MW.

As reformas em 2022: o calendário é cumprido enquanto se aguarda a conclusão da segunda reforma das pensões

O calendário de reformas acordado por Bruxelas foi cumprido na primeira metade de 2022, o que permitiu à Comissão Europeia dar luz verde em fevereiro para o desembolso de fundos europeus no valor de 6 mil milhões de euros, dinheiro que a Espanha receberá em breve assim que a aprovação final for dada pelo Conselho Europeu. Entre as reformas, destaca-se a lei de promoção dos planos de pensões das empresas que aumenta a contribuição máxima conjunta do trabalhador e da empresa para 10.000 euros⁷ e o novo sistema de contribuições para os trabalhadores independentes por módulos.

No segundo semestre do ano, foi colocado o pé no acelerador com leis para modernizar as administrações públicas, tais como a aprovação pelo Conselho de Ministros do projeto de lei para uma reforma da função pública que, entre outros elementos, introduz um bônus de desempenho ligado às revisões anuais do desempenho dos fun-

7. Contudo, não foi estabelecido nenhum esquema de incentivos fiscais para facilitar a mobilidade entre esquemas alternativos.

cionários públicos. Além disso, a lei sobre a avaliação das políticas públicas foi aprovada no Congresso para avaliar *ex-ante* e *ex-post* os resultados das políticas públicas com a criação de uma Agência de Avaliação de Políticas Públicas, cujo funcionamento deveria ser conhecido no 3T 2023, de acordo com o calendário do Plano de Recuperação, e que seria desejável que as avaliações fossem realizadas por pessoas independentes externas às administrações públicas. A Lei do Emprego também entrou em vigor, o que dá um máximo de um mês após o diagnóstico inicial para os candidatos a emprego obterem um plano individualizado para encontrar emprego e melhora as ferramentas digitais e os mecanismos de avaliação no funcionamento do Serviço Espanhol do Emprego (SEPE).

No entanto, na área das pensões, a segunda parte da reforma centrada nas mudanças nos anos com contribuições para o cálculo da pensão, e o aumento da base máxima de contribuição e das pensões máximas ainda não está fechada. É desejável que esta reforma assegure a sustentabilidade do sistema, equilibrando os interesses de todas as gerações; Esta reforma é o marco remanescente para o desembolso de 10 mil milhões de euros em fundos até meados de 2023 ligado aos progressos feitos na segunda metade de 2022.

Estado de execução dos PERTE

(Milhões de euros, a 14/12/2022)

PERTE	Fundos públicos	Adjudicados
Microeletrónica	12.250	–
Energias renováveis, hidrogénio e armazenamento (ERHA)	10.475	4.957
Veículo Elétrico e Conectado (VEC)	4.295	2.018
Descarbonização	3.100	–
Digitalização do ciclo da água	2.790	425
Aeroespacial	2.126	1.844
Economia social e dos cuidados	1.808	380
Saúde de vanguarda	1.650	912
Indústria agroalimentar	1.450	1.063
Nova economia da língua	1.101	298
Economia circular	792	192
Sector naval	310	250
Total	42.146	12.339

Fonte: Portal do Plano de Recuperação, Transformação e Resiliência.

O setor do turismo em Espanha inicia 2023 com força

A atividade turística continua a avançar a bom ritmo. Em plena época baixa para uma grande parte do setor, os números publicados mensalmente continuam a confirmar a grande força da procura, apesar do complexo ambiente económico com que se depara a economia global e, em particular, a economia europeia. Manter-se-á esta dinâmica nos próximos meses?

Comportamento positivo da procura turística

Em finais de 2022, os indicadores da atividade turística continuaram a demonstrar a sua força. Em dezembro, o número de chegadas de turistas internacionais a Espanha atingiu os 4,1 milhões, apenas 4,4% abaixo do registado em dezembro de 2019. Esta recuperação do volume de turistas internacionais verificou-se num contexto de subida dos preços no setor. De acordo com os dados do IPC de janeiro, os preços do alojamento registaram um aumento de 18,6% em relação ao mesmo mês de 2019 e os do lazer e restauração de 14,9%. A combinação da recuperação do volume e a subida dos preços levou a que as receitas do turismo ultrapassassem já os níveis anteriores à pandemia. De facto, em dezembro, as despesas dos turistas internacionais registaram um aumento de 4,5% face ao mesmo mês de 2019.

No final de 2022, o turismo interno também registou um excelente desempenho, embora já registasse três trimestres com níveis de atividade superiores aos de 2019. Em dezembro, as dormidas em alojamentos turísticos de residentes registaram um aumento de 2,9% face ao mesmo mês de 2019. Um dos elementos-chave para este excelente desempenho é a lenta recuperação das viagens de residentes ao estrangeiro. De acordo com os dados dos cartões do CaixaBank, os pagamentos com cartão no estrangeiro em janeiro deste ano estavam ainda 16,8% abaixo do nível de janeiro de 2019.

Como irá começar a época alta?

Embora os dados sejam extremamente positivos, pode ser arriscado avaliar o estado da procura turística com base nos números da época baixa. Neste caso, é comum analisar a situação da procura nas Canárias durante os meses de inverno, meses de época alta nas ilhas, de modo a avaliar com mais precisão a força da procura turística e antecipar a tendência que se poderá observar no início da época alta na Península e nas Ilhas Baleares.¹

Se pararmos para analisar os indicadores relativos ao volume do turismo internacional em dezembro nas Canárias, conclui-se que a procura turística está de facto a revelar

1. Em dezembro de 2019, Espanha no seu todo registou 4,9% das chegadas de turistas internacionais do ano, enquanto nas Canárias esta percentagem foi de 9,1%.

Espanha: dormidas em alojamentos turísticos

Varição relativamente ao mesmo mês de 2019 (%)



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

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

uma enorme força, melhorando inclusivamente os números do verão passado. A chegada de turistas internacionais registou um aumento de 1,6% face a dezembro de 2019 e melhorou relativamente aos valores já recolhidos no verão (-1,0% em relação ao verão de 2019). Por país, a força do turismo britânico destacou-se de forma positiva, situando-se acima do nível do mesmo mês de 2019 (+3,4%) e mantendo uma clara tendência de melhoria, enquanto a nota negativa recaiu sobre a fraqueza do turismo alemão e nórdico, os únicos países europeus que permanecem abaixo do nível registado em 2019. É também interessante ver que outros países europeus com menos peso no mercado das Canárias demonstram um grande crescimento: os Países Baixos, França, Irlanda e Bélgica registaram um crescimento de dois dígitos comparativamente a dezembro de 2019.

Para além dos excelentes dados das Canárias, o nosso indicador de interesse para viajar para Espanha, baseado nas pesquisas do Google em países emissores de turistas, continua a evidenciar sinais positivos. Em concreto, o indicador de interesse em viajar dos turistas da UE encontrava-se positivo em fevereiro (+4%), sobretudo graças aos excelentes dados dos Países Baixos (+10%) e da Alemanha (+7%), revertendo assim os valores negativos de janeiro (-17%). Do lado dos turistas britânicos, o indicador situa-se em terreno negativo, o que transmite um sinal contrário ao observado nas Canárias, mas mais em consonância com a difícil conjuntura económica do Reino Unido. Finalmente, os bons números relativos ao interesse em países como os EUA e o Japão poderiam antecipar a recuperação do turismo de longo curso, ainda muito incompleto no caso dos emissores asiáticos.

Para concluir, os dados relativos às Canárias apontam para uma forte procura turística, confirmando as leituras que

obtemos dos indicadores para o conjunto de Espanha. Por outro lado, os dados de pesquisa do Google sugerem que a chegada de turistas da UE não diminuirá a curto prazo, levantam algumas dúvidas acerca da força da procura britânica e antecipam uma dinâmica positiva do turismo de longo curso.

Margem de crescimento num contexto de perda de poder de compra

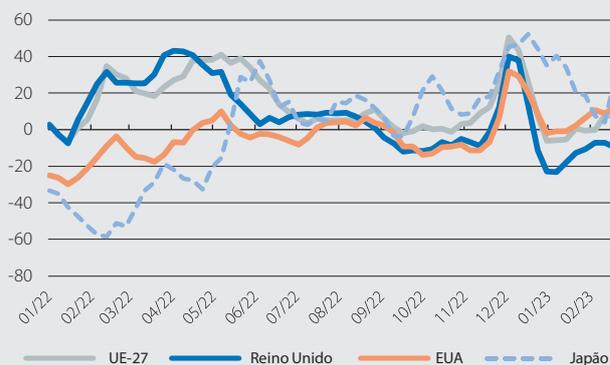
Os bons números e as perspetivas da procura turística decorrem num ambiente macroeconómico adverso, em que as famílias estão a perder poder de compra em consequência da escalada da inflação e do endurecimento das condições financeiras. Assim, é exetável uma certa contenção das despesas turísticas, por se tratar de um consumo não essencial. Contudo, considerando que vimos de um período com taxas de poupança anormalmente elevadas, estimamos que certas famílias europeias ainda tenham capacidade para ajustar as suas taxas de poupança aos níveis pré-pandémicos e, assim, manter os seus níveis de consumo.

Se analisarmos a evolução das taxas de poupança das famílias dos principais emissores turísticos para Espanha entre o 3T de 2022 (últimos dados disponíveis) e o mesmo período em 2019, apenas nos casos de Itália e Espanha se observa uma taxa de poupança mais baixa em 2022. Como se pode observar no segundo gráfico, a taxa de poupança das famílias no Reino Unido foi de 9,0% no 3T de 2022, muito acima do nível pré-pandémico (5,2%). O mesmo se aplica na Alemanha, França e Países Baixos, cujas taxas de poupança ainda estão 1,4 p. p. e 1,7 p. p. acima do nível de 2019.

Esperamos que este processo de normalização das taxas de poupança continue a contribuir para a recuperação do consumo turístico nos próximos trimestres, em conjunto com outros fatores de crescimento como a esperada recuperação do turismo de longo curso (EUA, América Latina e Ásia), uma maior propensão para as viagens internas na UE e o descongestionamento do espaço aéreo. Por estas razões, esperamos que o nível de atividade no setor do turismo em 2023 ultrapasse o marco de referência de 2019 e consolide definitivamente a sua recuperação.

Pesquisas semanais no Google sobre viagens a Espanha

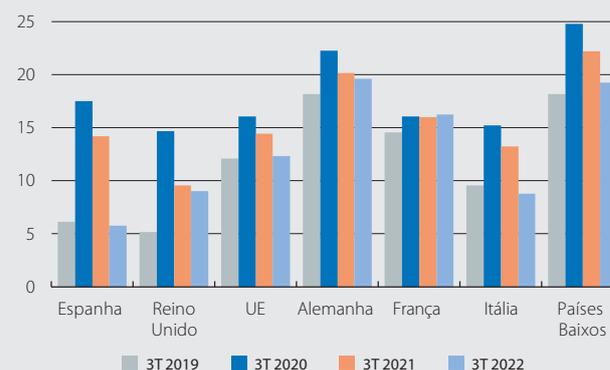
Varição relativamente ao nível de referência (%) *



Notas: São utilizados os dados de pesquisa da palavra Espanha no Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Países Baixos e EUA no idioma oficial de cada país dentro da categoria de viagens. * O nível de referência é construído a partir das pesquisas semanais entre 2017 e 2019.
Fonte: BPI Research, a partir do Google Trends.

Taxa de poupança das famílias no 3T de cada ano

(% do rendimento bruto disponível)



Nota: Dados corrigidos para sazonalidade e efeitos de calendário.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Eurostat e da ONS.

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	12/22	01/23	02/23
Indústria									
Índice de produção industrial	8,8	2,9	1,6	4,6	4,6	0,8	0,6	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,9	6,8	0,4	-5,2	-5,4	-4,8	-3,8	-6,0
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	46,4	48,4	50,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	-	31,6	18,8	8,8	-	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	28,9	41,8	33,6	23,0	17,3	14,7	...	...
Preço da habitação	3,7	8,1	8,5	8,0	7,6	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,5	313,4	311,7	208,4	129,5	129,5	...	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	51,6	52,7	56,7
Consumo									
Vendas a retalho	5,1	0,8	0,3	1,2	0,1	1,7	4,0	...	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	-7,5	-10,3	3,1	2,6	-14,1	51,4	19,2
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-18,2	-26,9	-32,5	-28,2	-25,3	-22,9	-22,1
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	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 ²	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	2,7	2,4	2,3	2,4
PIB	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	12/22	01/23	02/23
Inflação global	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	5,7	5,9	6,1
Inflação subjacente	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	7,0	7,5	7,7

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	12/22	01/23	02/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	26,2	22,2	23,3	22,9	22,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	36,1	35,2	38,1	33,4	33,4	...	...
Saldo corrente	11,5	11,8	8,5	8,5	7,0	11,8	11,8	...	...
Bens e serviços	17,9	22,4	14,2	15,3	15,7	22,4	22,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-6,4	-10,7	-5,7	-6,8	-8,7	-10,7	-10,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	22,4	25,0	19,8	21,5	19,8	25,0	25,0	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	5,2	5,4	5,3	3,7	3,2	2,9	...
À vista e poupança	10,3	7,9	9,3	9,2	8,2	5,0	3,6	2,3	...
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-26,8	-25,4	-19,2	-7,4	-3,4	0,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	19,3	15,6	6,6	-3,1	-0,8	5,8	...
TOTAL	6,7	5,2	6,0	6,0	5,4	3,2	2,9	3,1	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,3	0,7	0,2	0,8	1,3	0,5	-0,4	-0,5	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	-0,5	0,7	2,4	0,9	-0,7	-0,5	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	0,2	-0,2	-0,8	...
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-1,1	-0,5	-0,9	-0,1	-0,1	0,2	...
Administrações Públicas	15,3	0,2	3,4	1,9	-3,5	-1,1	0,6	-4,5	...
TOTAL	1,1	0,7	0,4	0,9	1,0	0,4	-0,3	-0,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,3	3,5	4,3	4,1	3,8	3,7	3,5	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2023

© CaixaBank, S.A., 2023

Design e produção: www.cegeglobal.com

