

IM06

INFORMAÇÃO MENSAL
JUNHO 2023



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira análise

ECONOMIA INTERNACIONAL
Novo cenário económico: mudança de perspetiva nas economias e mercados internacionais?

ECONOMIA PORTUGUESA
Crédito à Habitação: qual o real esforço que os portugueses estão a enfrentar?
Programa de Estabilidade: saldo orçamental a caminho do excedente

ECONOMIA ESPANHOLA
Novo cenário económico: as perspetivas económicas melhoram

O Programa de Estabilidade 2023-2026: ajustamento do défice público espanhol graças ao crescimento económico

DOSSIER: A IDADE DE OURO DOS BABY BOOMERS: DESAFIOS E OPORTUNIDADES

Baby-boomers: quem são e como se inserem na sociedade portuguesa?

Qual o impacto dos baby boomers nas pensões em Portugal?

O impacto macroeconómico das reformas dos baby boomers: alguns tópicos para discussão

Como foi assegurada a sustentabilidade noutros sistemas de pensões?

Como fazer com que os nossos preconceitos cognitivos trabalhem a favor do aumento da poupança privada sob a forma de pensões

INFORMAÇÃO MENSAL

Junho 2023

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

BPI Research (UEEF)

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

2 de junho de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

- 9 *A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade?*
Uma primeira análise

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 14 *Novo cenário económico: mudança de perspetiva nas economias e mercados internacionais?*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

- 21 *Crédito à Habitação: qual o real esforço que os portugueses estão a enfrentar?*
Tiago Belejo Correia

- 23 *Programa de Estabilidade: saldo orçamental a caminho do excedente*
Vânia Duarte

26 ECONOMIA ESPANHOLA

- 28 *Novo cenário económico: as perspetivas económicas melhoram*
- 30 *O Programa de Estabilidade 2023-2026: ajustamento do défice público espanhol graças ao crescimento económico*

33 DOSSIER: A IDADE DE OURO DOS BABY BOOMERS: DESAFIOS E OPORTUNIDADES

- 33 *Baby boomers: quem são e como se inserem na sociedade portuguesa?*
Vânia Duarte

- 35 *Qual o impacto dos baby boomers nas pensões em Portugal?*
Vânia Duarte

- 37 *O impacto macroeconómico das reformas dos baby boomers: alguns tópicos para discussão*
Tiago Belejo Correia

- 39 *Como foi assegurada a sustentabilidade noutros sistemas de pensões?*
David del Val, Javier García Arenas

- 42 *Como fazer com que os nossos preconceitos cognitivos trabalhem a favor do aumento da poupança privada sob a forma de pensões*
Rita Sánchez Soliva

Previsões numa economia instável

Os últimos anos têm sido uma humilde cura para os exercícios de previsão económica. Tanto as distorções provocadas no comportamento de variáveis como o crescimento ou a inflação devido à acumulação de «choques» de natureza muito diversa, como a necessidade de calibrar cenários económicos com hipóteses sobre a evolução da pandemia ou os efeitos do conflito armado no comportamento dos preços das matérias-primas, aumentaram a incerteza das previsões. Num curto período de tempo, os economistas tiveram de atualizar os seus conhecimentos sobre os mercados da energia, fazer um curso intensivo sobre os efeitos económicos das doenças epidémicas ou voltar a colocar o risco geopolítico no radar enquanto tentavam compreender a natureza e as consequências dos desfasamentos entre a oferta e a procura a nível mundial. Pelo caminho, foram subestimadas a intensidade e duração do episódio inflacionista que teve origem no início de 2021 e a resiliência do ciclo económico a todo o tipo de choques e, portanto, a flexibilidade das famílias e das empresas para ultrapassar os sucessivos obstáculos que têm vindo a surgir no horizonte. Esta adaptabilidade das economias modernas, bem como os ventos favoráveis de políticas monetárias e orçamentais extraordinariamente expansionistas, explicariam um desempenho económico muito melhor do que o esperado nos últimos tempos.

Estes sinais ainda estão presentes perto do final do primeiro semestre, uma vez que a economia internacional mantém uma velocidade de cruzeiro aceitável, embora com divergências entre países e setores de atividade. Embora as leituras da inflação global continuem a melhorar e permaneçam dúvidas quanto ao desempenho dos preços a médio prazo, as indicações de descidas nas medidas tendenciais da inflação são inconclusivas (especialmente nas rubricas de alimentação e serviços), o que dá pouca visibilidade no final do processo de subida das taxas de juro. A notícia positiva é que por detrás deste comportamento das principais variáveis económicas subjaz a correção de boa parte dos desequilíbrios entre a oferta e a procura globais, refletindo que os canais de transmissão da política económica continuam a funcionar e que se conseguiu eliminar os estrangulamentos que distorciam a produção. Mas a sensação é de que o ajustamento ainda está incompleto, quando mais cedo ou mais tarde se manifestarem os primeiros efeitos da procura de autonomia estratégica («*de-risking*»).

Neste contexto, com a primeira fonte de instabilidade financeira aparentemente debelada, verifica-se uma revisão em alta das previsões de crescimento para este ano, refletindo a queda dos preços das matérias-primas desde o verão, as surpresas positivas nos dados de atividade de inverno, o bom desempenho do mercado de trabalho e a melhoria das expectativas dos agentes. No nosso caso, aumentámos as nossas previsões para a atividade na área do euro para 2023 (0,9% *versus* 0,5%), Portugal (2,5% *versus* 1,0%) e EUA (1,2% *versus* 0,9%), embora em todos os casos tenhamos reduzido moderadamente as nossas previsões para 2024, tendo em conta o efeito desfasado do aumento acumulado das taxas de juro.

Precisamente, uma vez esclarecido o cenário energético, os riscos nas projeções centrais são os efeitos do aperto monetário sobre a estabilidade financeira, o comportamento das componentes mais persistentes da inflação (inflação subjacente) e a perda do poder de compra das famílias, à medida que a poupança acumulada durante a pandemia desaparece. Basicamente, com uma política orçamental que deve evoluir para a neutralidade, a chave será a forma como os bancos centrais gerem o seu duplo mandato (estabilidade financeira *versus* estabilidade económica), minimizando simultaneamente o risco de acidentes financeiros. Embora a principal surpresa negativa dos últimos meses sejam as dificuldades que o setor manufatureiro está a ter para sair de uma letargia generalizada, algo que está a afetar o comércio mundial e está a refletir-se na evolução da atividade em países como a Alemanha, onde o crescimento foi negativo em três dos últimos quatro trimestres. Com impacto ao longo do tempo com uma adaptação da política industrial a novos desafios geoestratégicos, uma tendência liderada pelos EUA com a aprovação do IRA (Inflation Reduction Act), que constitui um «antes e depois» para o quadro das relações económicas Transatlânticas. Em suma, o equilíbrio da economia internacional, embora com bons desenvolvimentos nos últimos meses, continuará a mover-se num equilíbrio instável no período das previsões.

José Ramón Díez

Cronologia

MAIO 2023

- 3 A Fed aumenta as taxas em 25 p.b. para 5,00%-5,25%.
- 4 O BCE aumenta as taxas em 25 p.b. e coloca a taxa *depo* em 3,25% e a taxa *refi* em 3,75%.
- 5 A OMS declara o fim da emergência sanitária mundial da COVID-19.

MARÇO 2023

- 16 O BCE aumenta as taxas em 50 p.b. e coloca a *depo* em 3,00%. e a *refi*, em 3,50%.
- 18 A Rússia e a Ucrânia prorrogam o acordo que permite a exportação de cereais e alimentos relacionados, e fertilizantes através do Mar Negro.
- 22 O Fed aumenta as taxas em 25 p.b. para 4,75%-5,00%.

JANEIRO 2023

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

ABRIL 2023

- 2 A OPEP+ anuncia um corte de produção adicional de 1,15 milhões de barris por dia (mbd), para uma redução total de 3,66 mbd.
- 9 Kazuo Ueda torna-se o novo governador do Banco do Japão.
- 19 As Nações Unidas estimam que, em 2023, a Índia ultrapassará a China e tornar-se-á o país mais populoso do mundo.

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 *depo* em 2,50% e a *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.

Agenda

JUNHO 2023

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 9 Espanha: *rating* DBRS.
Portugal: comércio internacional (abril).
- 12 Portugal: volume de negócios no sector dos serviços (abril).
- 13-14 Comité Federal de Mercado Aberto.
- 15 Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 16 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 23 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: distribuição do PIB (1T).
- 29 Espanha: previsão do IPC (junho).
Portugal: rácio NPL (1T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 29-30 Conselho Europeu.
- 30 Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Espanha: execução orçamental do Estado (maio).
Portugal: previsão do IPC (junho).

JULHO 2023

- 3 Portugal: produção industrial (maio).
- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 11 Espanha: contas financeiras (1T).
- 14 Espanha: *rating* Moody's.
- 18 China: PIB (2T).
- 20 Portugal: balança de pagamentos (maio).
- 21 Portugal: *rating* DBRS.
- 24 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 25 Portugal: inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito (2T).
- 25-26 Comité Federal de Mercado Aberto.
- 27 Espanha: inquérito à população ativa (2T).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
EUA: PIB (2T).
- 28 Espanha: previsão do PIB (2T).
Espanha: previsão do IPC (julho).
Portugal: volume de negócios do comércio a retalho (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
- 31 Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
Portugal: previsão do PIB (2T).
Zona Euro: PIB (2T).

Boas notícias em Portugal, em várias frentes

A economia portuguesa tem tido um desempenho melhor que o esperado. Não só evitou períodos de contração como registou um crescimento saudável, sobretudo apoiado no setor externo, com crescimento de emprego e com redução de desequilíbrios estruturais. A nossa previsão de crescimento para o PIB em 2023 é agora de 2,5%, face a 1% no início do ano. A descida do preço da energia nos mercados internacionais é um dos fatores que subjaz a esta performance, bem como o forte dinamismo do turismo e o apoio das poupanças excedentárias durante a pandemia. Mas não deixa de ser um desempenho notável, sobretudo num contexto tão desafiante, depois de um aumento de mais de 3 pontos percentuais nas taxas de juro e com inflação elevada, pesando no custo de vida das famílias. Tão notável quanto a economia já se encontrar mais de 4% acima dos níveis pré-covid, uma das melhores performances da UEM.

Refira-se que a revisão em forte alta da atividade este ano tem sido um movimento comum às diversas entidades oficiais e *think tanks* que monitorizam a atividade em Portugal. Mencionamos apenas alguns: OCDE (2,5%), a Comissão Europeia (2,4%), o FMI (2,6%) e a EIU (2,4%). Mas transversal tem sido também a redução de expectativas para o próximo ano, quando projetamos uma expansão de 1,5%. Apesar do esperado maior apoio dos fundos comunitários, que reforçarão o investimento público e privado, só a partir do segundo semestre se sentirá o pleno aumento dos juros, que demoram a refletir-se na atividade económica.

Um dos principais motores do arranque pós pandemia, foi o setor exportador, sem dúvida impulsionado pela dinâmica do turismo. Referimos apenas algumas métricas, considerando os primeiros 4 meses do ano e comparativamente ao mesmo período de 2019: o número de hóspedes e de estadias (residentes e não residentes) aumentou 14% e 15%, respetivamente, e o número de voos, cerca de 10%. Os resultados são evidentes não só na atividade como no menor desequilíbrio das contas externas (turismo de não residentes). No primeiro trimestre, a balança de bens e serviços regressou a uma situação praticamente equilibrada, próximo da verificada em 2019, apesar de um saldo de energia ainda ligeiramente mais penalizador. Também o consumo das famílias terá sido impulsionado, através de consumo de residentes em território nacional, enquanto turistas. Todavia, não temos dados que possibilitem aferir este impacto. A título de referência, sabemos que em 2019 o consumo de turismo (de residentes e não residentes) representou cerca de 15% do PIB (sendo repartido o seu efeito via consumo privado e exportações).

Mas nem só de turismo vivem as exportações. De facto, as vendas ao exterior de mercadorias também têm tido um comportamento de assinalar: aumentaram 13% no primeiro trimestre, em termos homólogos, destacando-se as direcionadas para fora da zona euro, com um acréscimo de 25%. Entre estas, as exportações para os EUA (+26%) e Angola (+32%) evidenciam-se pelo seu maior peso relativo. Este comportamento parece confirmar a tendência aparente de ganho de quota de mercado que se observou já em 2022, quando as exportações direcionadas a estes destinos cresceram mais que as importações totais do país recetor. Numa outra perspetiva, verifica-se que o bom comportamento tem sido transversal às várias classes de mercadorias, com a exceção da de combustíveis e lubrificantes. Em particular relevam as categorias de Máquinas e equipamento (+27,5%), Alimentação e Bebidas (+15,4%) e também Material de Transporte (+26%).

O bom comportamento das exportações de bens e serviços tem permitido acomodar, por um lado, a retoma da procura interna, que implicou maior necessidade de importações; por outro, tem permitido também acomodar o encarecimento dos preços da energia nos mercados internacionais. Isso foi particularmente evidente em 2022, quando o saldo da balança energética se situou em máximos históricos quando medido o seu peso no PIB (-4,8%) e ainda assim se registou apenas um défice de 1.3% da balança corrente. Comparativamente a 2008-09, quando o défice da energia rondava os mesmos valores relativos, o saldo externo situava-se em torno de -10%. Esta melhoria, para além dos fatores já referidos, reflete também o reforço da capacidade de produção de energias renováveis, que, para além de constituírem um imperativo no contexto de combate aos riscos de clima, conferem resiliência face a choques externos como o que assistimos recentemente. Deste modo, em 2022, quase 60% da eletricidade foi produzida utilizando energias renováveis, qua compara com apenas cerca de 30% em 2017.

Em resumo, a tendência de gradual redução dos desequilíbrios deverá continuar, apoiada num setor exportador mais dinâmico e competitivo e com cada vez mais empresas direcionadas e expostas aos mercados externos (cerca de 59 mil empresas em 2020 face a 35 mil em 2007). Ainda assim, é possível que este ímpeto sofra algum abatimento nos próximos meses, dado o esperado abrandamento da procura global.

Paula Carvalho
Lisboa, 7 junho 2023

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	3,50
Libor 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,00	3,50
Libor 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,47	4,50	3,10
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	0,13	0,62	4,41	3,50	2,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,57	0,93	1,45	3,62	3,20	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	1,77	3,75	3,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,25	3,50
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,57	3,66	2,98
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	3,62	2,83
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	3,57	2,69
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	3,72	2,74
Euribor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	3,86	2,80
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	3,30	2,50
Dívida pública 10 anos	4,31	1,54	-0,57	-0,31	2,13	2,80	2,60
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,15	2,82
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,23	2,99
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,90	3,60
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	3,35	3,07
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,40	3,20
Dívida pública 10 anos	4,49	4,68	0,02	0,34	3,10	3,85	3,60
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	1,12	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	85,0	69,8

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	-2,8	6,3	3,4	2,8	3,0
Países desenvolvidos	2,7	1,4	-4,2	5,4	2,7	1,2	1,2
Estados Unidos	2,7	1,7	-2,8	5,9	2,1	1,2	0,8
Zona Euro	2,2	0,8	-6,3	5,3	3,5	0,9	1,3
Alemanha	1,6	1,2	-4,1	2,6	1,9	0,2	1,1
França	2,2	1,0	-7,9	6,8	2,6	0,7	1,0
Itália	1,5	-0,3	-9,0	7,0	3,8	1,1	1,0
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,5	1,5
Espanha	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	2,0	1,8
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	4,1	0,4	0,6
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	4,9	-1,8	6,9	4,0	4,0	4,3
China	10,6	8,0	2,2	8,4	3,0	5,7	4,9
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	1,9
Rússia	7,2	1,3	-2,7	5,6	-2,1	-0,5	1,3
Turquia	5,5	4,5	1,9	11,4	5,6	2,4	3,2
Polónia	4,2	3,7	-2,0	6,9	4,9	0,7	2,7
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,2	4,7	8,7	6,6	4,8
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,7	3,1	7,3	4,6	2,4
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,2
Zona Euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	2,6
Alemanha	1,7	1,4	0,4	3,2	8,6	6,0	2,9
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,0	2,4
Itália	2,4	1,4	-0,1	1,9	8,7	6,3	2,5
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,0	2,8
Espanha	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
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	6,3	2,7
Países emergentes	6,7	5,6	5,2	5,9	9,8	8,1	6,4
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	1,5	2,1
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	5,3	4,5
México	5,2	4,2	3,4	5,7	7,9	6,5	4,6
Rússia	14,2	7,9	3,4	6,7	13,8	6,7	5,2
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	46,4	34,9
Polónia	3,5	1,9	3,7	5,2	14,3	12,8	6,9

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	0,7
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,4	1,0	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	2,7	3,1	7,5
Bens de equipamento	3,2	2,6	-5,4	13,9	5,3	-	-
Construção	-1,5	-2,6	1,0	5,5	0,8	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,7	4,8	0,4	2,0
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,8	13,4	16,7	7,2	6,0
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,2	11,0	2,6	7,3
Produto interno bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,5	1,5
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,5	-1,9	2,7	2,0	0,3	0,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	7,1	6,9
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	5,0	2,8
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-0,8	-1,4	-0,8	-0,7
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	1,0	-0,4	1,9	2,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-0,4	-0,3	-0,1

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	4,5	0,6	2,0
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,1	3,5	2,9	-0,7	0,7	0,4
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,4	-9,7	0,9	4,6	0,8	2,9
Bens de equipamento	4,9	0,1	-13,3	6,3	4,0	0,6	5,0
Construção	5,7	-2,9	-10,2	-3,7	4,7	0,7	1,7
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,6	-0,2	-6,4	4,5	3,2	0,6	1,8
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	-19,9	14,4	14,4	5,1	1,6
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	-14,9	13,9	7,9	2,2	1,9
Produto interno bruto	3,7	0,6	-11,3	5,5	5,5	2,0	1,8
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,8	1,8	1,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,6	12,2
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
Custos de trabalho unitários	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	2,6	2,6
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	1,0	0,6	0,8	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	0,3	-6,5	-10,3	-6,9	-4,8	-4,2	-3,4

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

Previsões

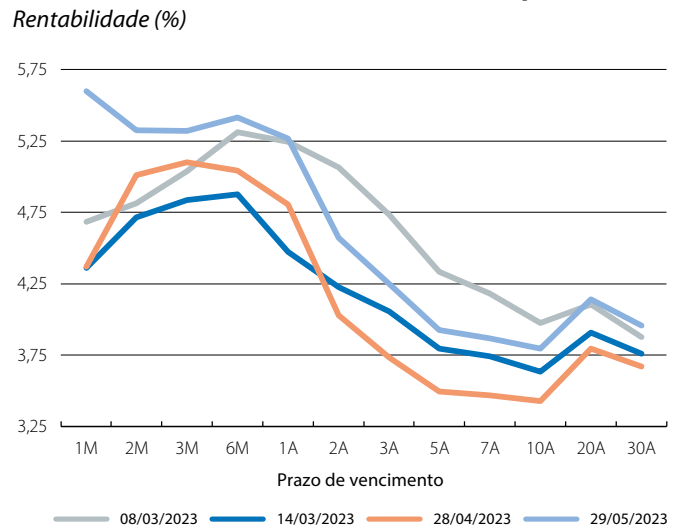
O teto da dívida nos EUA e a consolidação da economia, impulsionam o clima de investimento

O mercado, no meio das tensões políticas nos EUA, a capacidade de resistência do ciclo económico e a persistência da inflação. Após os episódios de instabilidade no sector bancário regional dos EUA e do Credit Suisse em março, e a sua digestão gradual (e nem sempre harmoniosa) em abril, a atenção dos investidores desviou-se em maio para outras fontes de incerteza. Primeiramente, as negociações sobre a prorrogação do teto máximo da dívida dos EUA, que não foi resolvido até ao início de junho, caracterizou o clima de investimento em maio, especialmente à medida que o prazo se aproximava. Desta forma, as notícias sobre a evolução do acordo ativaram ou desativaram o apetite pelo risco no mercado e fizeram subir os rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA nos prazos mais curtos, que atingiram máximos de 20 anos de cerca de 6%. Por outro lado, à medida que as preocupações com a instabilidade financeira se dissipavam, a saúde do ciclo económico e a evolução da inflação voltaram a ganhar destaque nas principais economias desenvolvidas.

As expectativas de subida das taxas de juro nos próximos meses aumentaram acentuadamente, abrandando no final do mês. Ao iniciar o mês de maio com a Fed e o BCE a aumentarem, como esperado, a taxa de juro de referência em 25 p.b., à medida que o mês avançava e as preocupações com a estabilidade financeira eram deixadas para trás, as expectativas do mercado quanto ao nível das taxas de juro nos meses seguintes tenderam a aumentar. Para a Fed, após descontar com elevada probabilidade que a medida de maio seria o máximo do atual ciclo de subidas, o desempenho ainda bom do mercado de trabalho e a resiliência do consumo privado aumentaram a possibilidade atribuída pelos investidores de novas subidas de 25 p.b. em junho ou julho. Contudo, uma pausa na reunião de junho continua a ser o cenário mais provável. Na Zona Euro, os valores ainda elevados da inflação (apesar dos sinais de moderação mais acentuados em maio) e as declarações da maioria dos membros do Conselho de Governadores do BCE, incluindo a sua presidente Lagarde, que sublinharam que a instituição ainda tem algum caminho a percorrer neste ciclo de subida, mantêm as expectativas dos investidores de que a taxa de referência atingirá os 3,75%.

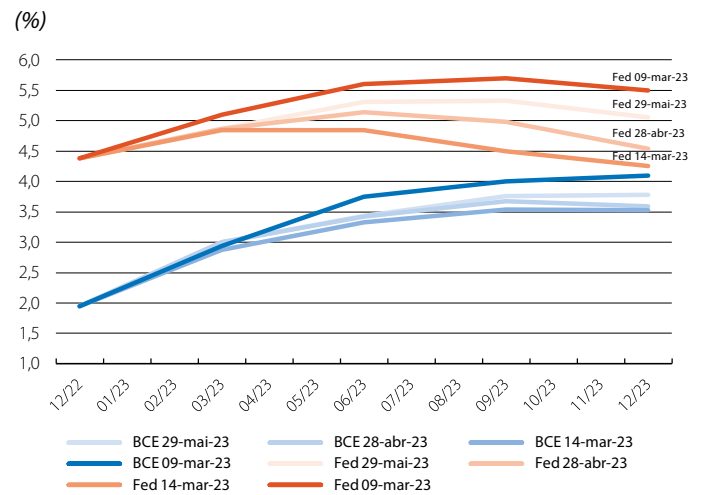
As taxas de rendibilidade das obrigações da dívida pública terminam o mês em baixa, depois de terem acumulado aumentos devido às fontes de incerteza acima referidas. As tensões em torno do teto da dívida, bem como a alteração da perspetiva da notação de crédito do Tesouro norte-americano pela Fitch (que, embora mantenha notação AAA, alterou a perspetiva de «estável» para «negativa») e a divulgação dos dados económicos de abril, provocaram uma subida gradual e generalizada das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas nas tranches curtas nas primeiras semanas de maio, aprofundando a inversão das curvas. Porém, após as negociações políticas terem sido clarificadas nos últimos dias do mês, estas recuperações invertem-se tanto nos EUA como, ainda mais

Curva de rendimento soberano dos EUA por data



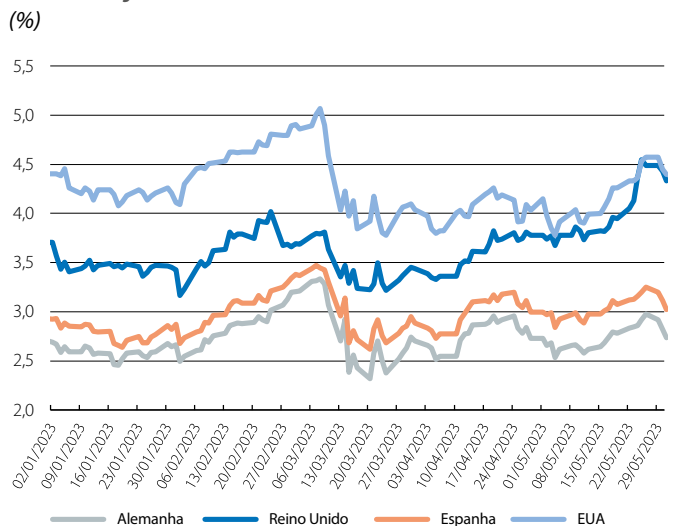
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

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



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

Taxas de juro da dívida soberana a 2 anos



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

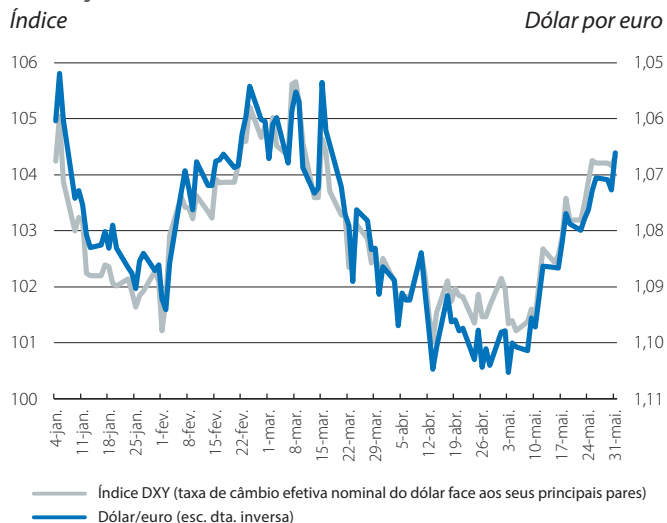
acentuadamente, na Zona Euro. O abrandamento da inflação em maio e os inquéritos às empresas que continuam a apontar para a fraqueza do setor industrial fizeram com que os índices de referência a 2 anos terminassem o mês praticamente estáveis. De salientar também o Reino Unido, onde os fracos dados sobre a inflação de base fizeram subir acentuadamente as taxas de rendibilidade das obrigações a 2 anos para mais de 4,5%.

Expetativas de taxas de juro mais elevadas nos EUA e a incerteza quanto às negociações sobre o teto da dívida impulsionam o dólar. Em maio, a tendência de depreciação do dólar desde o início de março inverteu-se, o que se explica pela instabilidade financeira na banca regional dos EUA, reduzindo as expectativas para as taxas de juro de referência de forma muito mais acentuada para a Fed do que para o BCE e favorecendo o euro. No entanto, o papel do dólar como ativo de refúgio face à incerteza quanto ao limite da dívida, bem como o aumento gradual das expectativas de subida das taxas nos EUA, apoiou a apreciação da moeda americana em relação aos seus principais pares. Após ter ultrapassado o nível de 1,10 dólares por euro, o dólar valorizou-se em 3% para menos de 1,07 dólares por euro. O dólar também se valorizou face ao iene (2,2%), mas depreciou-se face à libra esterlina (1%), visto que os dados sobre a inflação no Reino Unido poderão pressionar o Banco de Inglaterra a proceder a novas subidas de taxas.

Fraqueza dos mercados bolsistas europeus e chineses devido ao impacto de uma reabertura mais fraca do que o previsto na China. O mês de maio foi o de maior fraqueza bolsista até ao momento na Europa, tanto no Euro Stoxx 50 (-3,2%) como nas principais praças nacionais, entre as quais se destacou negativamente o PSI-20 português (-7,8%). Este comportamento explica-se tanto por um desempenho mais fraco do setor da banca como pelas quedas no sector do luxo (com um impacto particular nos índices italiano e francês), afetado por uma reabertura chinesa que não correspondeu às expectativas. Este facto também pesou sobre o índice Hang Seng de Hong Kong, que caiu mais de 8% no mês, atingindo os seus mínimos do ano. Nos EUA, o sector tecnológico teve um bom desempenho (Nasdaq +7,5% no mês) em comparação com os restantes sectores (S&P estável em +0,2%). É igualmente de salientar o desempenho do mercado bolsista dos bancos regionais dos EUA: embora o índice KBW tenha descido 6% no mês, a rápida deterioração de março e abril parece ter cessado, com vários bancos a mostrarem uma estabilização dos seus depósitos nas suas apresentações de resultados.

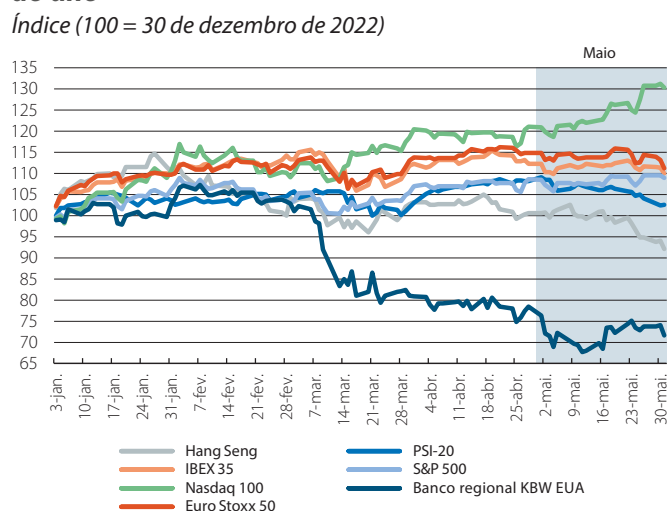
Os produtos energéticos estão em queda. Em maio, os preços da energia registaram as maiores descidas do ano, com um declínio acumulado de cerca de 25% ao longo dos cinco meses. No mercado petrolífero, o petróleo Brent terminou o mês abaixo dos 73 dólares, arrastado pela recuperação económica mais lenta da China e apesar da intenção de alguns países da OPEP de manter os atuais cortes na produção. No entanto, as tensões no mercado do gás na Europa continuaram a diminuir. Ao fluxo contínuo de fornecimento de gás natural liquefeito dos EUA e do Qatar, uma produção recorde de energias renováveis e um abrandamento da procura de gás no Velho Continente, que nos primeiros quatro meses do ano terá diminuído quase 20% em relação ao ano anterior. Estes aspetos e as temperaturas amenas favoreceram a aceleração do enchimento das reservas de gás (que já se encontram novamente perto dos 70%) e a descida dos preços do gás para níveis de há dois anos (cerca de 25 €/MWh no caso da TTF).

Evolução da taxa de câmbio do dólar



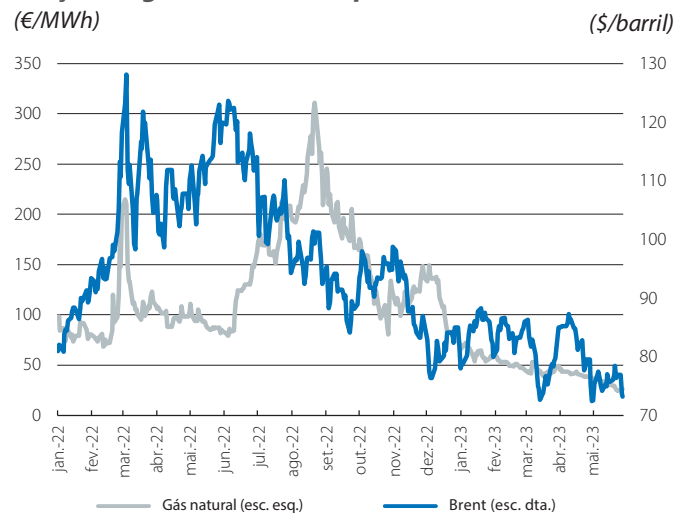
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eikon Refinitiv.

Desempenho dos índices bolsistas no acumulado do ano



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eikon Refinitiv.

Preços do gás natural e do petróleo



Nota: O preço do gás natural corresponde ao TTF holandês.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eikon Refinitiv.

A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira análise

No combate à inflação, a política monetária tornou-se muito mais restritiva, o que é visível nas taxas de juro oficiais e nas taxas de juro aplicadas às empresas, às famílias e aos governos. Porém, estas taxas de juro não são um fim por si só; o objetivo final é arrefecer a atividade económica e, assim, conter a inflação. Analisamos, assim, o estado da transmissão monetária através de um dos seus principais canais: condições de crédito.

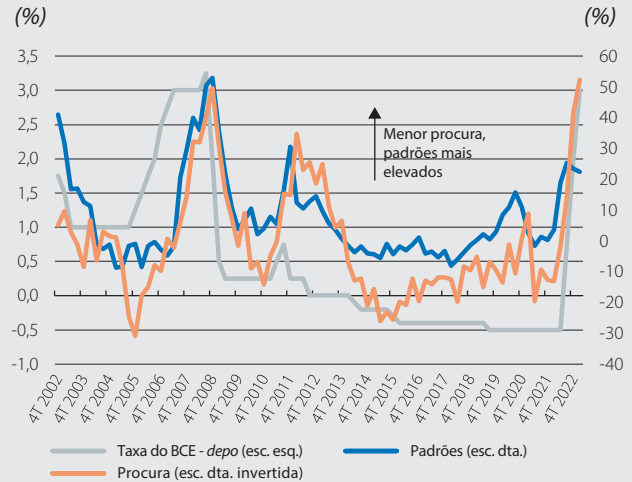
Subida das taxas da Fed e do BCE (+500 p.b. e +375 p.b., respetivamente) resultaram em normas de crédito mais restritivas e numa fraca procura de crédito. Esta situação reflete-se nos últimos inquéritos ao sector bancário realizados pela Fed e pelo BCE (em especial o BLS na Europa e o SLOOS nos EUA),¹ que não só refletem esta maior restritividade cumulativa até ao 1T 2023, como também indicam que já foi atingido um pico na área do euro e apontam para um abrandamento da velocidade de aumento da restritividade no 2T 2023 (o que estaria em linha com a expectativa de que as taxas diretoras da Reserva Federal e do BCE já atingiram um pico ou estão perto de atingir esse pico).²

Neste contexto de taxas mais elevadas, normas mais rigorosas e menor procura, seria natural observar volumes de empréstimos menos dinâmicos. Assim, é útil analisar o comportamento do chamado «estímulo ao crédito», que definimos como a variação do crédito em circulação menos a sua variação no mesmo período do ano anterior (em percentagem do PIB nominal).³ Esta medida apresenta uma elevada associação com o crescimento do PIB e permite-nos avaliar a dinâmica do crédito em termos da sua importância para a atividade económica.⁴ Nos últimos meses, a dinâmica do crédito deteriorou-se e, o que é particularmente relevante, fê-lo numa magnitude em linha com a observada maior restritividade dos critérios de concessão de crédito e da procura, o que sugere também uma boa transmissão da maior restritividade monetária levada a cabo pela Fed e pelo BCE.

Na Europa, se a menor restritividade das normas e da procura prevista pelos inquéritos se concretizar, o estímulo ao crédito permanecerá negativo nos próximos meses, mas

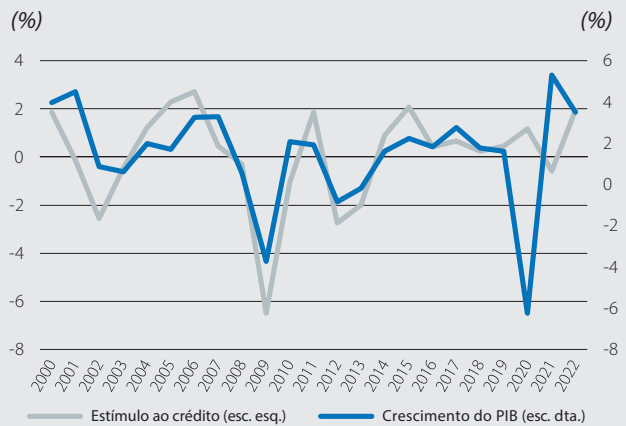
1. Bank Lending Survey (BLS) e Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS).
 2. Especificamente, na Europa, o BLS capta a situação das normas e da procura de crédito no trimestre em curso e as suas expectativas para o trimestre seguinte. De forma invulgar, no primeiro trimestre de 2023, a contração observada revelou-se mais grave do que o previsto no quarto trimestre de 2022. Mas isto ocorreu num contexto de turbulência em torno do Silicon Valley Bank, enquanto, em geral, as expectativas do BLS são um excelente indicador do comportamento futuro.
 3. Ver Barcelona, W. L. et al. (2022). «What Happens in China Does Not Stay in China». Fed International Finance Discussion Papers.
 4. Por intuição, o montante de crédito em dívida está particularmente associado à atividade económica passada, enquanto o crédito concedido num trimestre está associado à atividade económica no trimestre. Assim, o crescimento deste novo crédito está associado ao crescimento do PIB.

Zona Euro: critérios e procura de crédito



Nota: As percentagens referem-se à diferença líquida entre o número de entidades que tomaram os critérios mais rigorosos/observaram um aumento da procura e as que tornaram os critérios menos rigorosos/observaram uma diminuição da procura.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Inquérito aos bancos sobre o Mercado de Crédito do BCE.

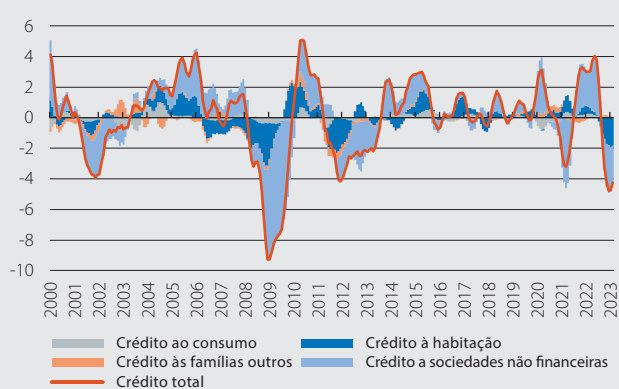
Zona Euro: estímulo ao crédito e ao PIB



Nota: O estímulo ao crédito é calculado como a variação do crédito em curso menos a sua variação no ano anterior (em percentagem do PIB nominal).
Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e do Eurostat.

Zona Euro: estímulo ao crédito

Variação homóloga (%)



Nota: O estímulo ao crédito é calculado como a variação do crédito em curso menos a sua variação no ano anterior (em percentagem do PIB nominal). As variações são cumulativas de três meses e o estímulo de crédito que estamos a analisar é suavizado com uma média móvel.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

um pouco menos do que no primeiro trimestre (em particular, as expectativas do BLS para o segundo trimestre preveem uma melhoria do estímulo ao crédito entre 0,5 p.p. e 1,0 p.p.). Por outro lado, para os EUA, o SLOOS aponta para um novo aumento da restritividade das condições de crédito no próximo trimestre, o que poderá reduzir ainda mais o estímulo ao crédito em, pelo menos, 0,2 p.p.

Se a transmissão da política monetária sobre o estímulo do crédito se está a revelar eficaz, tanto nos EUA como na Europa, resta saber em que medida e com que desfaseamento este canal arrefecerá a atividade económica. Os desfaseamentos são incertos e variáveis, como continuam a sublinhar membros proeminentes do BCE e da Fed,⁵ mas a forte associação entre o estímulo ao crédito e o crescimento do PIB dá-nos pistas sobre o possível impacto. Para avaliar as magnitudes, utilizamos um modelo estatístico que prevê o crescimento do PIB com base no seu registo mais recente e no estímulo contemporâneo do crédito. O modelo é simples, mas tem um bom poder explicativo e aponta para um papel importante do crédito.⁶ Em conformidade com este exercício, a queda da dinâmica do crédito já observada, e assumindo uma dinâmica nula nos próximos trimestres, estaria associada a uma redução do crescimento do PIB de 0,7 p.p., tanto na Zona Euro como nos EUA.⁷ Se o estímulo nos próximos trimestres evoluísse em linha com os inquéritos mais recentes relativos ao segundo trimestre, o exercício sugeriria um crescimento do PIB para 2023, no seu conjunto, de menos 1,5 p. p. na Zona Euro e menos 2,1 p.p. nos EUA.⁸

Finalmente, e para além do simples exercício, o aumento da restritividade das condições de crédito pode ser afetado pela existência de vulnerabilidades em certos sectores. A este respeito, uma das preocupações centra-se nos EUA e a elevada exposição dos seus bancos regionais ao sector imobiliário comercial, um sector que tem vindo a cair até agora este ano e que, num ambiente de taxas de juro elevadas, continuará a enfrentar um contexto difícil. A título de exemplo, do crédito emitido pelos pequenos bancos nos Estados Unidos, 47% destinam-se a este sector, ao passo que nos grandes bancos esse valor desce para 16%. Por outro lado, do total do crédito concedido ao sector imobiliário comercial, 67% está nas mãos de pequenos bancos, que, recorde-se, foram particularmente afetados pela turbulência financeira de março.

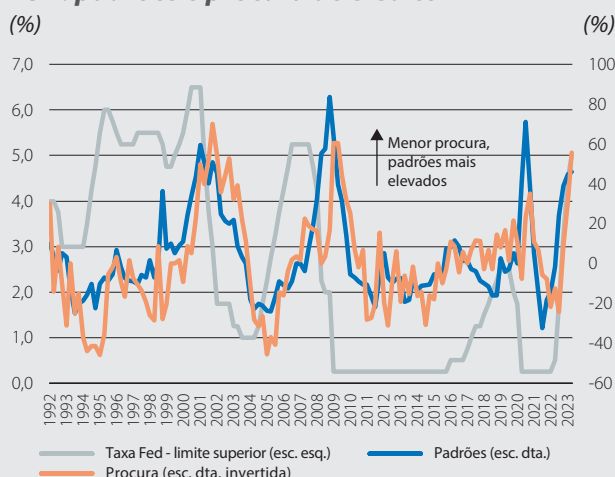
5. Ver discurso de 18 de maio de 2023 do governador da Reserva Federal, Phillip N. Jefferson, *The U.S. Economic Outlook and Considerations for Monetary Policy*.

6. Os R-quadrados para os EUA e da Zona Euro são 0,85 e 0,64, respetivamente, todas as variáveis são significativas a 1% e os coeficientes estimados para o estímulo ao crédito são de magnitude semelhante aos do crescimento desfasado do PIB.

7. Em ambos os casos, em relação a um cenário em que o estímulo ao crédito é exatamente 0 em 2023 (ou seja, um cenário em que o crescimento do volume de crédito em curso é igual ao de 2022).

8. Nos EUA, assistir-se-ia a uma maior restritividade das condições de crédito, em consonância com o que se previa no último SLOOS, ao passo que na Zona Euro, partimos do princípio de que a maior restritividade já teria ocorrido.

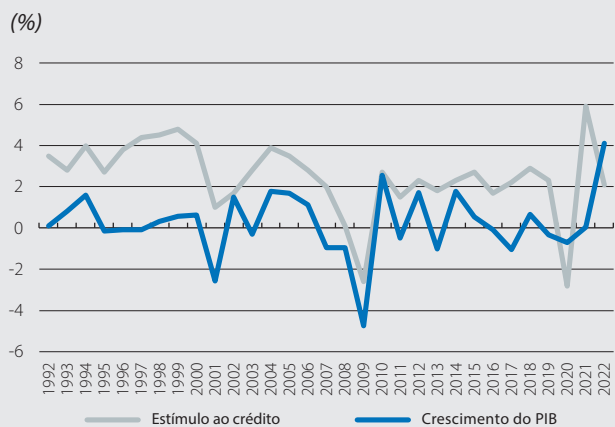
EUA: padrões e procura de crédito



Nota: As percentagens referem-se à diferença líquida entre o número de entidades que tornaram os padrões mais rigorosos/observaram um aumento da procura e as que tornaram os padrões menos rigorosos/observaram uma diminuição da procura.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Senior Loan Officer Opinion Survey da Fed.

EUA: estímulo ao crédito e ao PIB

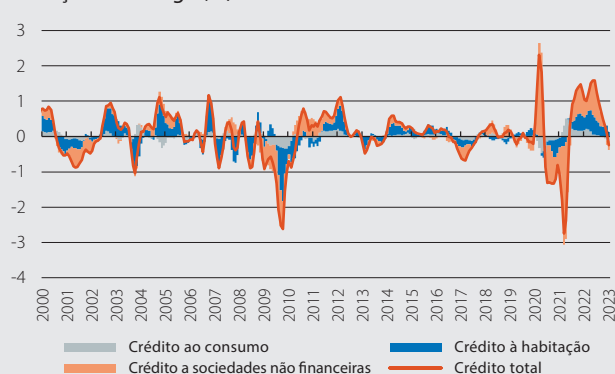


Nota: O estímulo ao crédito é calculado como a variação do crédito em curso menos a sua variação no ano anterior (em percentagem do PIB nominal).

Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal e do BEA.

EUA: estímulo ao crédito

Variação homóloga (%)



Nota: O estímulo ao crédito é calculado como a variação do crédito em curso menos a sua variação no ano anterior (em percentagem do PIB nominal). As variações são cumulativas de três meses e o estímulo ao crédito que estamos a analisar é suavizado com uma média móvel.

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

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,75	3,50	25	125,0	375,0
Euribor 3 meses	3,46	3,27	20	133,1	379,8
Euribor 12 meses	3,94	3,88	6	64,8	352,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,17	3,09	8	57,0	311,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,72	2,69	3	-4,5	216,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,28	2,31	-3	-28,9	109,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,33	3,36	-3	-33,1	102,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,02	3,13	-11	-56,3	68,6
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,25	5,00	25	75,0	425,0
Libor 3 meses	5,50	5,30	19	72,9	387,0
Libor 12 meses	5,73	5,37	36	24,8	295,5
Dívida pública a 1 ano	5,17	4,74	43	48,6	307,8
Dívida pública a 2 anos	4,40	4,01	40	-2,3	176,1
Dívida pública a 10 anos	3,64	3,42	22	-23,2	73,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	82	83	-2	-8,8	-7,0
Itraxx Financeiro Sénior	93	98	-5	-6,3	-5,7
Itraxx Financeiro Subordinado	173	187	-14	1,4	-15,9

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,069	1,102	-3,0	-0,1	0,4
EUR/JPY (ienes por euro)	148,950	150,070	-0,7	6,1	7,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,877	-2,0	-3,0	0,7
USD/JPY (ienes por dólar)	139,340	136,300	2,2	6,3	7,1

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	541,5	547,5	-1,1	-2,4	-13,8
Brent (\$/barril)	72,7	79,5	-8,6	-15,4	-37,5
Ouro (\$/onça)	1.962,7	1.990,0	-1,4	7,6	6,3

Rendimento variável

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.179,8	4.169,5	0,2	8,9	1,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.218,0	4.359,3	-3,2	11,2	12,2
Ibex 35 (Espanha)	9.050,2	9.241,0	-2,1	10,0	3,5
PSI 20 (Portugal)	5.729,4	6.212,3	-7,8	0,1	-8,1
Nikkei 225 (Japão)	30.887,9	28.856,4	7,0	18,4	12,5
MSCI emergentes	958,5	977,1	-1,9	0,2	-10,2

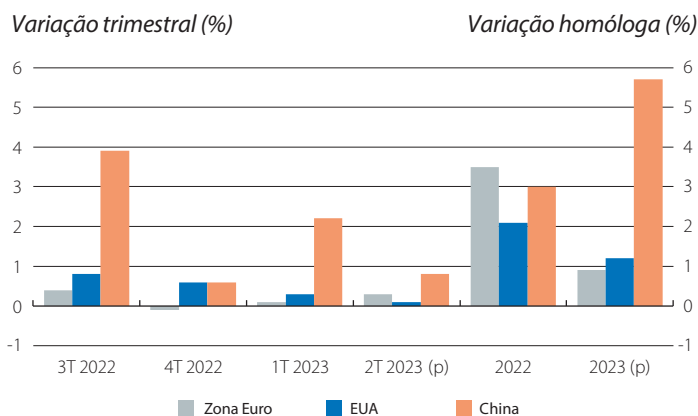
A economia internacional tem um horizonte mais claro, mas continuam a existir riscos de tempestade

Após alguns meses de ventos contrários mais fracos do que o previsto, as previsões de crescimento para este ano melhoraram. Num panorama de riscos, as sombras da guerra na Ucrânia levaram-nos a prever, no início do ano, um cenário de estagflação, com a economia mundial a abrandar de 3,1% em 2022 para 2,7% em 2023, com uma economia chinesa travada por restrições, uma crise energética sem precedentes na Europa, preços do gás extraordinariamente superiores ao seu nível histórico, um processo de aperto monetário rápido na maioria das grandes economias (necessário para conter a crise inflacionista) e um ambiente de elevadas tensões geopolíticas. Embora muitos destes fatores subjacentes não se tenham alterado, a reabertura da China, a melhoria do cenário energético e um primeiro trimestre melhor do que o esperado levam-nos a rever o nosso cenário macroeconómico para 2023, prevendo agora um crescimento global de 2,8%, com base em revisões em alta nas principais economias. Em especial, revemos a previsão de crescimento do PIB na Zona Euro para 0,9% (vs. 0,5% anterior), nos EUA para 1,2% (vs. 0,9% anterior) e na China para 5,7% (vs. 5,2% anterior).

A inflação mostra sinais mistos de arrefecimento. Como detalhado no Focus «Novo cenário económico: alterações nas perspetivas das economias e dos mercados internacionais?», o equilíbrio entre o arrastamento descendente dos preços da energia e a inércia dos preços subjacentes levou-nos a rever ligeiramente em alta as nossas previsões de inflação para as principais economias internacionais. Apesar da moderação observada nos últimos meses, os dados mais recentes continuam a revelar tensões subjacentes significativas. A inflação subjacente continua a ser superior a 5% nos EUA e na Zona Euro, e o índice salarial negociado na Zona Euro (publicado pelo BCE) continua a acelerar em relação aos trimestres anteriores, aumentando 4,3% em termos homólogos no 1T 2023 (vs. 3,1% no 4T 2022 e uma média histórica próxima de 2%). A solidez do mercado de trabalho continuará assim a constituir um limite mínimo para a velocidade de ajustamento da inflação. Nos EUA, a taxa de desemprego situou-se em cerca de 3,5% nos últimos meses, um nível que não se registava de forma sustentada desde 1969. Por último, embora as pressões sobre os preços dos produtos alimentares tenham começado a abrandar, o nível dos preços mantém-se substancialmente acima dos níveis anteriores ao conflito e numa altura de seca em muitas geografias com forte produção agroalimentar.

Os nevoeiros e os ventos contrários na atividade económica europeia. A situação na Zona Euro é bastante diversificada. Em contrapartida, a revisão em baixa da taxa de crescimento da Alemanha no 1T 2023 de 0,0% para -0,3% (vs. -0,5% no 4T 2022), mostra que a maior economia do bloco europeu está em recessão técnica, após dois trimestres consecutivos de quedas trimestrais em cadeia do PIB. Espanha, França e Itália continuam a ser as estrelas, com um crescimento positivo no 1T e

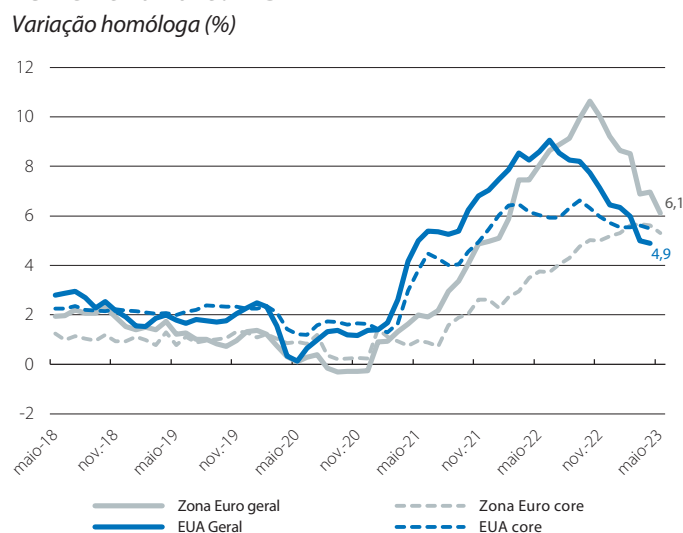
Global: crescimento do PIB na Zona Euro, EUA e China



Notas: O lado esquerdo do gráfico mostra o crescimento trimestral em cadeia dos últimos três trimestres e a previsão para o próximo trimestre (2T 2023). À direita, é apresentado o crescimento homólogo em 2022 e as previsões para 2023.

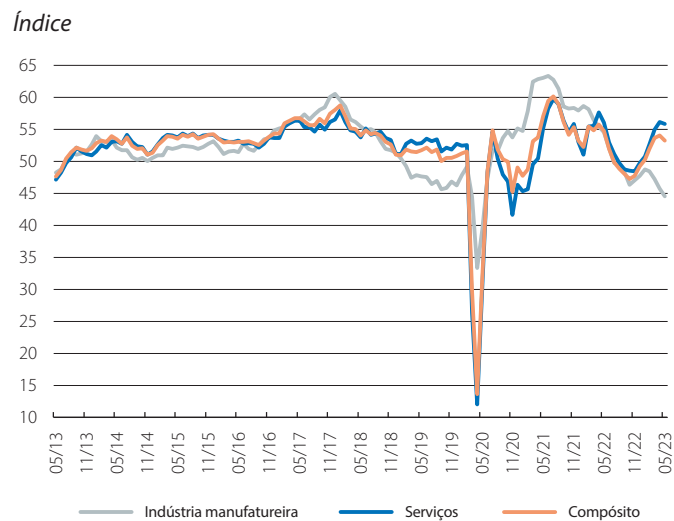
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat, do Bureau of Economic Analysis e do Gabinete Nacional de Estatísticas da China.

EUA e Zona Euro: IPC



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

Zona Euro: PMI



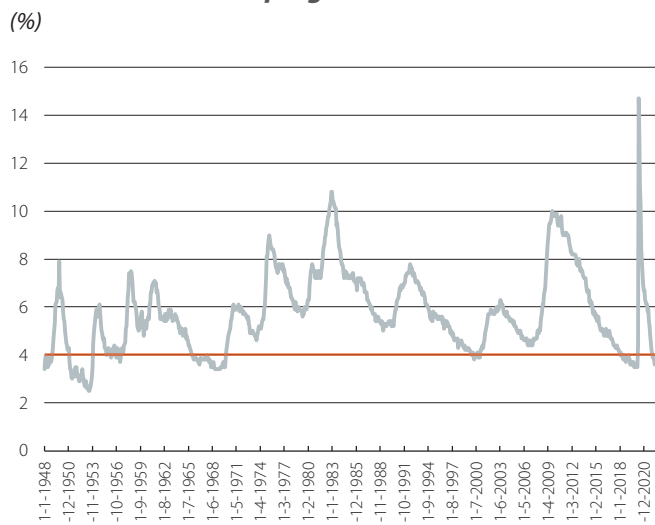
Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global, via Refinitiv.

uma aceleração do ritmo de crescimento em comparação com o trimestre anterior. Podem também ser observadas nuances relevantes por sector. Os serviços continuam a ser o motor da recente recuperação, ainda impulsionados por um «boom» pós-pandemia que começa a dar sinais preliminares de moderação, enquanto a indústria mostra sinais persistentes de fraqueza. A dualidade reflete-se bem nos dados sobre a confiança das empresas: os PMI dos serviços estão acima dos 55 pelo terceiro mês consecutivo, enquanto os PMI da indústria estão agora abaixo dos 50 há 11 meses e desceram durante 4 meses consecutivos. O índice IFO alemão também desiludiu este mês, caindo mais do que o esperado (para 91,7 pontos) e encontrando-se agora em território de contração há 22 meses (abaixo dos 100 pontos). Perante este quadro, prevê-se que a atividade económica avance a um ritmo lento nos próximos meses.

Com o impasse no Congresso dos EUA aparentemente resolvido, cuidado com os efeitos secundários. Nos EUA, embora a turbulência nos mercados se tenha dissipado por agora, persistem os riscos de uma tempestade devido aos efeitos de arrastamento do impasse em torno do chamado teto da dívida, bem como do aperto das condições financeiras. O Tesouro dos EUA foi forçado a tomar medidas excecionais desde janeiro para permitir que o governo federal funcionasse normalmente (um acontecimento historicamente raro, embora nos últimos 13 anos tais episódios se tenham repetido mais de 10 vezes). Com estas medidas prestes a esgotarem-se, as negociações entre democratas e republicanos para aumentar o teto da dívida chegaram a um acordo, minimizando os receios de encerramento parcial das administrações públicas (para garantir o pagamento da dívida) ou de um *default* que, embora altamente improvável, teria conduzido a uma cascata de acontecimentos nos mercados financeiros e teria consequências globais potencialmente graves. No entanto, após o aumento do teto da dívida, num acordo que deverá durar dois anos, o aumento da perceção de risco para os investidores ainda se faz sentir nos mercados financeiros (ver Perspetiva de Mercado) e estima-se que os cortes na despesa negociados entre republicanos e democratas possam ter um impacto negativo de até 0,2 p. p. no crescimento dos EUA este ano.

Na China, a dinâmica de reabertura está a esgotar-se. Os dados relativos à atividade em abril ficaram abaixo das expectativas. Deste modo, embora tanto a produção industrial (5,6%) como as vendas a retalho (18,4%) tenham avançado, em termos homólogos, a um ritmo considerável, este crescimento parece distorcido por efeitos de base relacionados com o encerramento da economia chinesa há um ano. Analisando as componentes, a força do sector dos serviços e o aumento do investimento público têm sido positivos nos últimos meses, contrastando com a fraqueza do sector da indústria transformadora e do investimento residencial. No sector da indústria manufatureira, são particularmente dignas de nota as descidas anuais na produção industrial de produtos eletrónicos, incluindo semicondutores. Tendo em conta as restrições à exportação anunciadas nos últimos meses pelos maiores produtores mundiais destas componentes, como os EUA e o Japão, este fator deverá continuar, a curto prazo, a atenuar as perspetivas do sector, confirmando-se como um importante obstáculo às perspetivas de crescimento a longo prazo.

EUA : taxa de desemprego



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

EUA: teto da dívida

Episódios de quasi-default nos últimos 10 anos

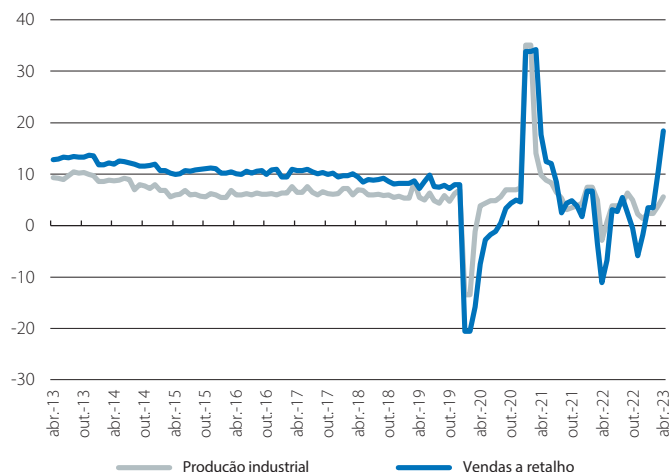
	Teto da dívida em vigor	Casa Branca	Câmara de representantes	Senado	Tempo aproximado até o default formal (ou shutdown)
Mai. 23	31,4b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	1 semana
Dez. 21	28,4b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	1 dia
Jul. 19	22b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	1 mês
Fev. 18	20,5b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	1 mês
Set. 17	19,8b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	2 semanas
Nov. 15	18,1b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	1 dia
Fev. 14	17,2b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	1 mês
Out. 13	16,7b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	1 dia
Fev. 13	16,4b USD	Democratas	Republicanos	Democratas	2 semanas

Nota: O teto da dívida em vigor (antes da sua suspensão), o partido que dominava o Executivo e as duas câmaras do Congresso na altura (azul: democratas, vermelho: republicanos), e o tempo estimado até à data em que se esgotariam os fundos disponíveis para cumprir as obrigações financeiras do governo federal dos EUA (o que levaria a um incumprimento da dívida, ou default, ou o encerramento de algumas partes da administração pública, shutdown).

Fonte: BPI Research, com base em dados de Politico.com.

China: atividade

Varição homóloga (%)



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

Novo cenário económico: mudança de perspectiva nas economias e mercados internacionais?

Três grandes dinâmicas caracterizaram o desempenho da economia internacional desde o início do ano. Primeiramente, os preços da energia abrandaram e estabilizaram em níveis muito mais baixos do que se temia há alguns meses, embora ainda acima dos níveis pré-pandémicos.¹ Seguidamente, os indicadores revelaram flexibilidade do lado da atividade e uma evolução heterogénea do lado da inflação, com descidas acentuadas da inflação global, mas uma persistência não negligenciável das componentes mais neutras. Por estas razões, e como terceira grande dinâmica do ano, os principais bancos centrais foram pressionados a apertar ainda mais a política monetária. Para além da subida das taxas, as condições financeiras em 2023 também se tornaram mais restritivas, na sequência do colapso do Silicon Valley Bank (SVB) nos EUA e as suas repercussões nos mercados financeiros globais.² Em suma, estes desenvolvimentos levaram-nos a reavaliar as perspetivas da economia internacional e dos mercados financeiros.³

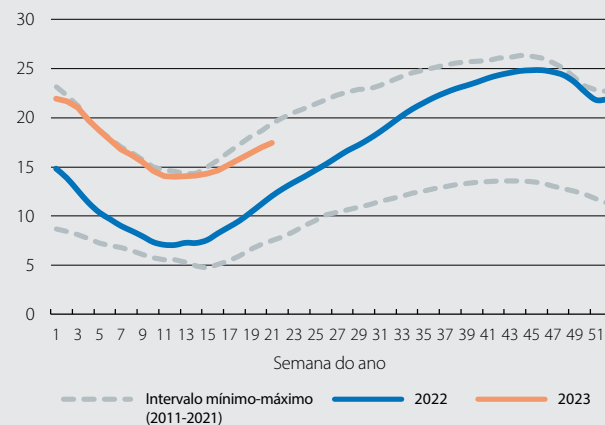
Tensão energética

O ano de 2023 começou com os preços da energia muito menos tensos do que inicialmente se receava, e esta imagem foi confirmada ao longo da primavera. No mercado do gás, a Europa conseguiu atravessar o inverno sem problemas, graças aos elevados níveis de existências e a políticas eficazes de contenção da procura e da volatilidade dos preços, acompanhadas de um inverno mais ameno do que o habitual. Por conseguinte, em maio, os mercados de futuros cotaram um preço do gás TTF de cerca de 50 €/MWh, em média, para todo o período de 2023 e 2024. Tais níveis, consideravelmente inferiores aos mais de 100 euros esperados no início do ano,⁴ permitirão um certo alívio da atividade económica nos próximos trimestres.

O mercado do petróleo, por seu lado, viveu alguns meses mais voláteis, com o petróleo Brent a oscilar entre os 70 dólares (numa altura em que o mercado era dominado pelos receios de um arrefecimento global) e quase 90 dólares (quando aos sinais de uma rápida retoma da economia chinesa se juntaram novos cortes de produção da OPEP). Esta volatilidade, com a perspetiva de uma segunda metade do ano em que a retoma da China pode-

1. Os preços do gás também já estão abaixo dos seus registos anteriores à guerra na Ucrânia (os preços têm vindo a diminuir desde o 3.º trimestre de 2021).
 2. Ver Focus «Considerações sobre a estabilidade financeira em tempos de maior restritividade monetária» no IM05/2023.
 3. O nosso novo quadro macroeconómico pode ser consultado nos quadros de previsões do presente *Relatório Mensal*.
 4. Preços conforme a média móvel de 60 dias, que é a métrica de referência para as nossas projeções de preços do gás. Em parte, os preços mais baixos refletem também a perspetiva de um arrefecimento da atividade económica mundial.

Zona Euro: armazenamento de gás * (% de consumo)

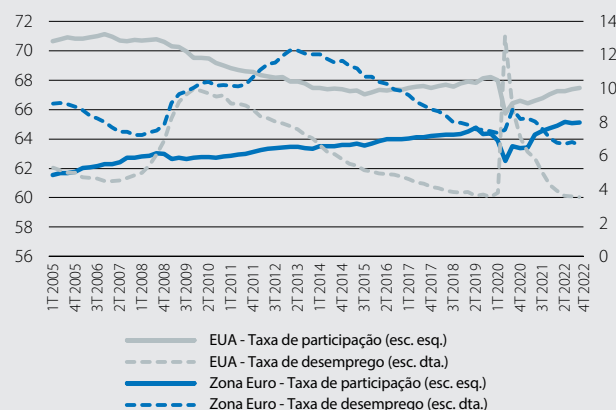


Nota: * Média da Alemanha, França, Itália e Espanha.
 Fonte: BPI Research, a partir de dados da AGSI.

EUA e Zona Euro: mercado de trabalho

(% da população entre 15 e 74 anos)

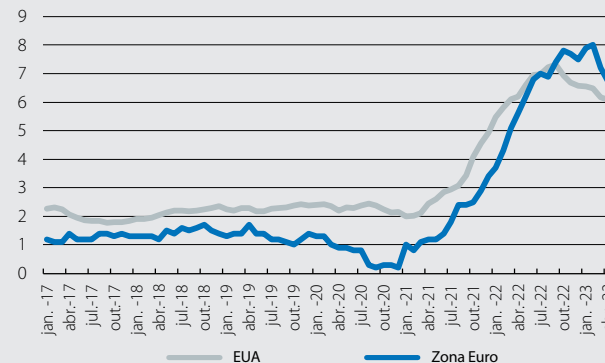
(% da população ativa entre 15 e 74 anos)



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

IPC: média aparada 15% *

Varição homóloga (%)



Nota: * A inflação média aparada (trimmed mean) é calculada a excluir (trim) do cabaz médio (mean) as componentes com os movimentos de preços mais acentuados. Neste caso, os 15% das componentes com as variações mais bruscas (16% para a série dos EUA).
 Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e da Fed de Cleveland.

rá ser mais visível nos preços das matérias-primas, levando a manter uma previsão do barril de Brent de cerca de 85 dólares (80 euros) até 2023.

Resiliência da atividade global

Não só os indicadores de atividade melhoraram de forma constante ao longo do inverno e da primavera (por exemplo, o índice PMI mundial passou de um mínimo de 48 pontos em novembro, em situação de contração económica, para mais de 54 pontos em abril, numa zona nitidamente expansionista), como o PIB do primeiro trimestre surpreendeu pela positiva nas principais economias: contra as previsões de 0,1%, 2,0% e -0,2% em termos homólogos para os EUA, China e a Zona Euro, respetivamente, os valores efetivos foram de 0,3%, 2,2% e 0,1%.⁵ Estes valores revelam uma atividade menos fraca do que o esperado e, quase mecanicamente, o seu efeito de arrastamento levou a aumentar as nossas previsões do PIB para 2023.

No entanto, isto não significa que a atividade global deixará para trás um cenário de arrefecimento nos próximos trimestres. Na verdade, as nossas novas previsões apontam para um crescimento trimestral bastante modesto, nomeadamente nos EUA e o conjunto da Zona Euro. O aumento das taxas de juro exerce uma pressão que se tornará cada vez mais visível. De facto, o arrefecimento é visível na repartição sectorial: a dinâmica do PMI acima referida resulta principalmente da expansão do sector dos serviços, enquanto vários indicadores mostram uma contração da atividade industrial nas principais economias do mundo já nos últimos meses.

No entanto, o menor dinamismo da atividade será amortecido por mercados de trabalho robustos, com o desemprego a manter-se em níveis mínimos históricos tanto nos EUA como na zona euro e um aumento notável das taxas de participação da população ativa.

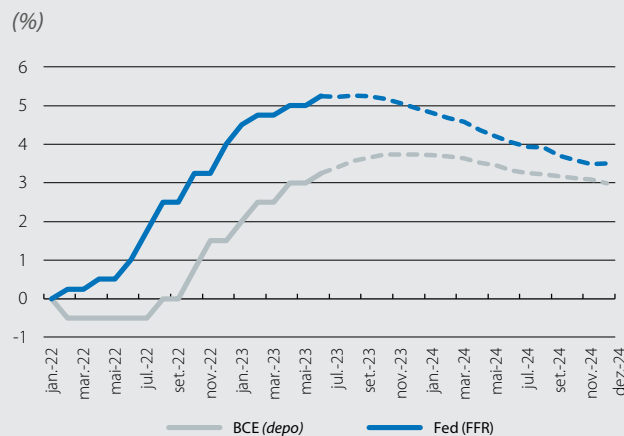
Inflação subjacente mais inercial

A inflação global tem vindo a diminuir de forma constante desde os picos atingidos em 2022, principalmente graças aos preços da energia, tanto através do seu efeito de base como dos custos mais baixos da energia.⁶ Este arrastamento da energia será indiretamente filtrado para o resto do cabaz de preços nos próximos meses, intensificando a descida da inflação. Com efeito, os sinais desinflacionistas começam a ser mais generalizados nas fases intermédias da cadeia de formação dos preços, em que os estrangula-

5. Os dados da Zona Euro, embora melhores do que o previsto, foram ofuscados por uma revisão em baixa na Alemanha (-0,3%, após uma estimativa inicial de 0,0%). No entanto, os números da Zona Euro são também influenciados por uma contração de 2,7% na Irlanda (cujos dados são invulgarmente voláteis). Com estas duas notáveis exceções, na maioria dos países da Zona Euro, o PIB do primeiro trimestre surpreendeu pela positiva.

6. Na Zona Euro, a energia passou de um acréscimo de quase 5 p. p. à inflação global no outono (quando a inflação atingiu um pico de 10,6%) para apenas 0,2 p. p. em abril (quando a inflação global foi de 7,0%).

Taxas de juro oficiais e expectativas do mercado



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

mentos normalizaram, os preços no produtor estão a desacelerar em todos os sectores (incluindo o alimentar) e os inquéritos refletem uma moderação das intenções de fixação de preços das empresas. Nos EUA, o índice de rendas, uma componente fundamental que pesa 40% no cabaz de base, registou dois meses de moderação e contribuirá para reduzir a inflação no futuro.

No entanto, até ao momento, este ano, as pressões subjacentes sobre os preços têm sido mais resilientes do que o inicialmente esperado.⁷ Embora isto nos leve a aumentar moderadamente as nossas previsões de inflação para o conjunto de 2023 (mais do que compensando o impacto em baixa das novas previsões no domínio da energia), continuamos a esperar uma desaceleração gradual dos preços nos próximos trimestres, apoiada pelos efeitos indiretos acima discutidos, pelo arrefecimento da procura e pela contenção dos ciclos de reação entre salários, margens e preços.

Taxas de juro elevadas durante mais tempo

Face a esta dinâmica da crise energética, da atividade e da inflação, os bancos centrais das principais economias avançadas foram levados a continuar a aumentar as taxas (para uma *fed funds rate* entre 5,00%-5,25% nos EUA e uma taxa *depo* de 3,25% na Europa). Por outro lado, com as taxas de juro em níveis nitidamente restritivos, conscientes de que o impacto macroeconómico dos aumentos das taxas funciona com um desfasamento e com sinais claros de que a transmissão da política monetária está a funcionar,⁸ os bancos centrais adotaram recentemente uma atitude mais cautelosa. Sem poder excluir novas subidas (no caso da Fed) ou ainda apontar para aumentos moderados (no caso do BCE), a estratégia é manter as taxas na região restritiva

7. Por exemplo, a inflação de base começou 2023 em 5,6% nos EUA e 5,3% na Europa em janeiro, e em abril ainda estava em 5,5% nos EUA e 5,6% na Zona Euro.

8. Visão fortalecida pelo episódio SVB. Ver também o Focus "A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira análise" neste mesmo *Relatório Mensal*.

durante algum tempo (em vez de as levar para níveis ainda mais elevados), e condicionar qualquer passo seguinte à evolução dos dados relativos à atividade e à inflação.

Assim, centrando-nos na Europa, retomamos a mensagem do BCE sobre a «necessidade de taxas elevadas sustentadas» e as nossas novas previsões preveem que as taxas de juro atinjam um pico ligeiramente mais elevado nos próximos meses (*depo* de 3,75%) e se mantenham nestes níveis durante algum tempo (o primeiro corte não ocorreria antes de meados de 2024).

As exigências do ambiente persistem

Por detrás destas mudanças no ambiente económico, persiste uma constelação de riscos que impedem que a fragilidade do ambiente seja ultrapassada. Para além dos fatores geopolíticos, nomeadamente a guerra na Ucrânia, a queda do SVB veio sublinhar que, num contexto de aumentos significativos das taxas de juro (e após um longo período de taxas baixas), existe o risco de um forte agravamento das condições financeiras e de um consequente arrefecimento abrupto da economia. Na mesma linha, existem também preocupações quanto ao estado de alguns mercados imobiliários, com fortes aumentos de preços nos últimos anos, sinais de sobrevalorização e elevado endividamento das famílias, como discutimos recentemente.⁹ Além disso, se as pressões subjacentes sobre os preços persistirem, os bancos centrais poderão ser forçados a tornar a política monetária mais restritiva, acentuando os riscos acima referidos.

Previsões para as economias e mercados internacionais

Varição homóloga (%), salvo indicação em contrário	2022	2023	2024
PIB mundial	3,4	2,8 (2,7)	3,0 (3,4)
EUA PIB	2,1	1,2 (0,9)	0,8 (1,4)
EUA inflação	8,0	4,2 (4,1)	2,2 (2,7)
Fed - <i>fed funds rate</i> (<i>fim de ano</i>)	4,50	5,00	3,75
PIB Zona Euro	3,5	0,9 (0,5)	1,3 (1,6)
Inflação Zona Euro	8,4	5,5 (5,3)	2,6 (2,7)
BCE - <i>depo</i> (<i>fim de ano</i>)	2,00	3,75 (3,50)	3,00 (2,50)
Euribor 12M (<i>média</i>)	1,1	3,8 (3,4)	3,3 (2,6)
Taxa de câmbio EUR/USD (<i>fim de ano</i>)	1,06	1,12 (1,10)	1,15
PIB China	3,0	5,7 (5,2)	4,9 (5,1)
Petróleo Brent (<i>€ por barril, média</i>)	94	80	76
Gás natural (TTF) (<i>€ por MWh, média</i>)	132	51 (113)	55 (93)

Nota: Entre parêntesis, previsão anterior (apenas quando diferente).

Fonte: BPI Research.

9. Ver Focus «Os mercados imobiliários nas economias avançadas face à restritividade da política monetária (parte I)» no IM04/2023.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Atividade									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,6	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	8,8	9,4	7,5	5,9	5,0	4,3	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	104,0	103,7	102,3
Produção industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,1	0,2	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	46,3	47,1	...
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.636	1.446	1.405	1.375	1.371	1.401	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	306	313	310	303	302	302,1	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,4	60,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,6	-3,7	-4,0	-3,9	-3,7	-3,6	-6,6	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	5,0	4,9	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,6	5,5	...

JAPÃO

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Atividade									
PIB real	2,2	1,0	1,8	1,6	0,4	1,3	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	33,9	35,4	36,0
Produção industrial	5,6	0,1	-3,6	4,0	0,6	-1,8	-0,6	0,4	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	9,0	8,0	7,0	1,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,8	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	-3,7	-1,9	-3,0	-3,8	-4,0	-7,7	-15,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	-0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,3	3,5	...
Taxa de inflação subjacente	-0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	3,7	4,1	...

CHINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	-0,8	1,6	-4,9	3,5	5,9	10,6	18,4	...
Produção industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,9	3,9	5,6	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	51,5	51,9	49,2	48,8
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	889	728	824	908	933	979,6	969,2	...
Exportações	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	0,4	14,8	8,5	...
Importações	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	-7,3	-1,4	-7,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,3	0,7	0,1	...
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	6,9	6,9	6,9	7,1

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	...	1,1	-0,5	-2,6	-2,6	-3,7	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,9	...	2,0	3,4	2,0	0,4	-1,5	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	...	-22,7	-26,9	-26,9	-26,9	-19,1	-17,5	-17,4
Sentimento económico	110,7	...	103,9	96,5	96,5	96,5	98,9	99,0	96,5
PMI indústrias	60,2	...	54,1	49,3	49,3	49,3	47,3	45,8	44,6
PMI serviços	53,6	...	55,6	49,9	49,9	49,9	55,0	56,2	55,9
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,4	...	2,7	1,8	1,5	1,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,5	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,5	7,2	7,2	7,0	7,0	7,0	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	8,0	7,9	7,8	...
PIB real (variação homóloga)	5,6	3,5	4,4	2,5	1,8	1,3	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	-0,5	-	-	-
França (variação homóloga)	6,8	2,5	4,0	1,1	0,6	0,9	-	-	-
Itália (variação homóloga)	7,3	3,9	5,0	2,5	1,5	1,9	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Inflação geral	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	6,9	7,0	6,1
Inflação subjacente	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,7	5,6	5,3

Setor externo

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Balança corrente	2,5	-1,2	0,6	-0,8	-1,2	-0,5	-0,5	...	...
Alemanha	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	4,5	4,5	...	...
França	0,4	-2,2	-0,4	-1,4	-2,2	-1,9	-1,9	...	...
Itália	3,1	-1,2	0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-0,8	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,8	90,2	88,9	91,7	93,1	93,3	94,6	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	6,1	8,4	7,8	5,7	4,6	...	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	2,5	...	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	3,8	...	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	3,7	...	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	-3,4	-6,1	...	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	21,1	...	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	2,2	4,1	7,6	19,5	21,9	...	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	1,8	...	...	...

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

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

Força da economia no 1T puxa crescimento anual para 2,5% em 2023

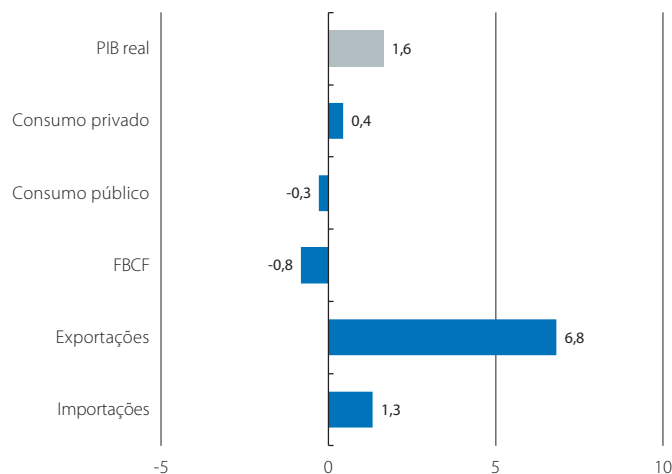
Forte crescimento no 1T suportado pelas exportações. Confirma-se que o PIB avançou 1,6% em cadeia, tirando partido do dinamismo do setor exportador. As exportações de bens cresceram 4,8% qoq e as de serviços 10,8%. Este comportamento refletiu-se numa queda significativa das existências, pelo que o contributo da procura interna foi negativo (-0,8 pontos percentuais). Por sua vez, o consumo privado teve um comportamento mais positivo neste trimestre do que no 4T2022, avançando 0,4% em cadeia, impulsionado pela despesa em bens duradouros (em linha com as fortes vendas de automóveis). Entretanto, os indicadores disponíveis para o 2T, embora ainda escassos, apresentam uma tendência positiva, mas de abrandamento. Destes destaca-se o arrefecimento do clima económico, reflexo de uma avaliação mais cautelosa em praticamente todos os setores, acompanhado pela melhoria do sentimento dos consumidores, motivada por melhores perspetivas para a evolução dos preços e do mercado de trabalho. Assim, antecipamos que o crescimento em cadeia deverá revelar-se significativamente mais modesto nos próximos trimestres, sobretudo pelo que resta do impacto do aumento das taxas de juro nos balanços dos agentes económicos. O resultado do 1T e a expectativa de moderação nos trimestres sucessivos refletiu-se na revisão da previsão de crescimento em 2023 para 2,5% (antes 1%).

Inflação com forte recuo em maio. A estimativa rápida do INE mostrou um abrandamento forte da inflação para 4,0% (5,7% abril). No registo de maio verificamos que existiram variações mensais negativas de preços não só no IPC global (-0,66%) mas também em todas as principais componentes: subjacente (-0,31%); energia (-1,77%) e produtos alimentares não transformados (-2,85%). A nossa previsão para a inflação média anual em 2023 foi revista em baixa (para 5,0%), e neste momento, os fatores que concorrem para uma moderação da inflação parecem predominar sobre os de sentido oposto. Na frente energética as descidas continuam a ser apoiadas pelo abrandar dos preços nos mercados internacionais. No grupo dos produtos alimentares, a isenção do IVA finalmente refletiu-se nos preços, e, nos preços da produção industrial ocorreu em abril a primeira descida homóloga (-0,9%) desde fevereiro de 2021.

Paradoxo no mercado de trabalho? Efetivamente, nas estatísticas recentes, regista-se em simultâneo um aumento do emprego e do desemprego. De facto, no 1T e de acordo com o Inquérito ao Emprego, a população empregada aumentou 0,4% em cadeia (contrariamente à queda média de 0,1% registada entre 2014 e 2019), acompanhada por um aumento da população desempregada (11%). Neste contexto, a população ativa aumentou de forma expressiva e a taxa de desemprego atingiu os 7,2%, o valor mais elevado desde o 1T 2018 (excluindo a pandemia). Este comportamento do mercado de trabalho parece apontar

PIB real

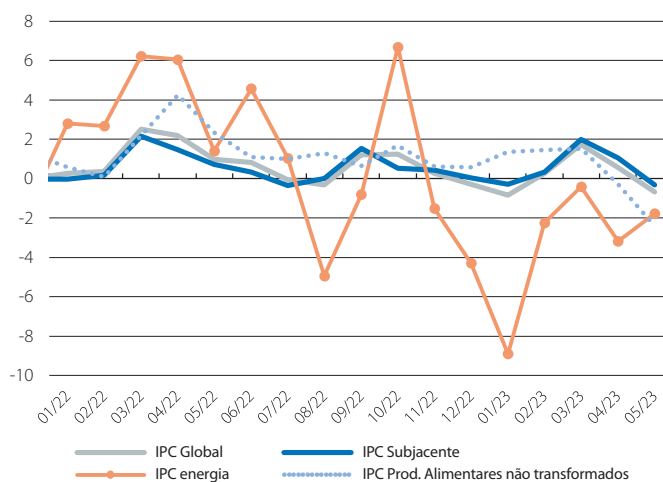
Taxa de variação em cadeia (%)



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

IPC: variação mensal

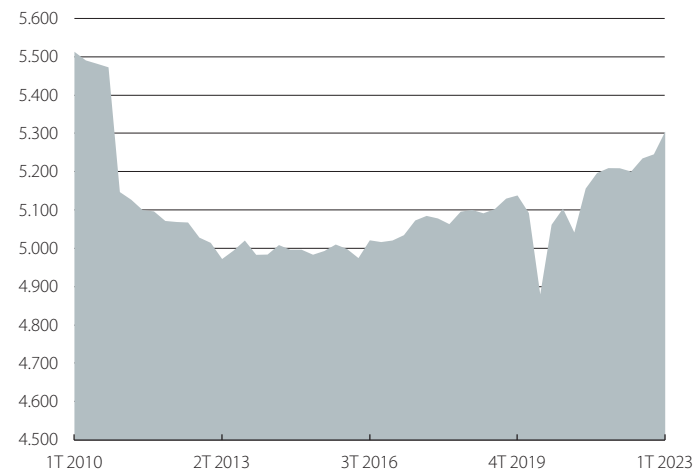
(%)



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

Portugal: população ativa

(Milhares de indivíduos)



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

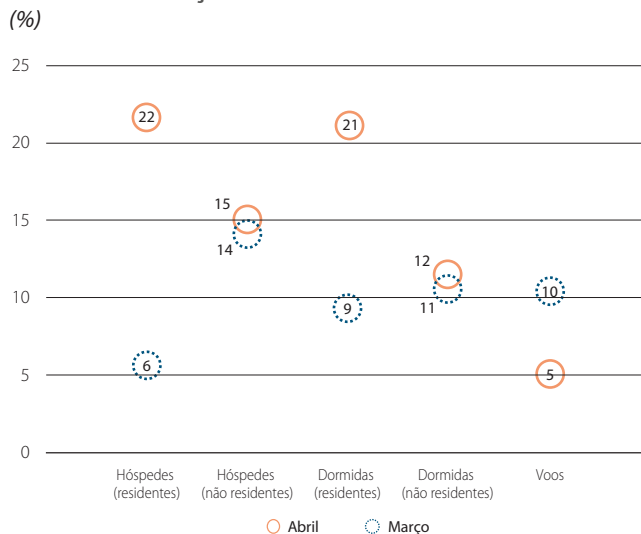
para um movimento de inversão de trajetória, perante o abrandamento da economia, inflação ainda elevada, agravamento dos custos de financiamento, prolongamento da guerra na Ucrânia e incerteza. Neste contexto, esperamos que o emprego cresça apenas ligeiramente em 2023 e que a taxa de desemprego aumente para 7,1%, isto apesar dos dados mensais de abril terem revelado uma (aparente) redução da taxa de desemprego.

Turismo prolonga em abril o bom comportamento do 1T. Os números do setor já divulgados e relativos a abril reforçam a nossa convicção de que este vai ser o melhor ano do turismo nacional nas suas principais métricas: hóspedes, dormidas e proveitos. De facto, em abril, e face ao pré-pandemia, os hóspedes aumentaram em 17,5% (10,4% em março) e as dormidas em 14,3% (10,3% em março). Progressivamente, o setor regressou ao *mix* que era observado no pré-pandemia com 60% dos hóspedes e 70% das dormidas a serem por parte de não residentes. Destaque para o aumento dos turistas provenientes dos EUA, explicando 54% do crescimento do número global de turistas nestes primeiros quatro meses do ano, que ascendeu a mais de 1 milhão.

Balança corrente volta a excedente no 1T 2023. Neste primeiro período do ano, a balança corrente registou um excedente de 380 milhões de euros, situação que não se observava desde 2018, com exceção de 2021 (ano marcado pela pandemia). Este comportamento reflete a robustez do turismo, como descrito no parágrafo anterior e melhoria do défice energético. Assim, a balança dos serviços registou um excedente de 5,2 mil milhões de euros, dos quais quase 65% são explicados pela balança turística. A balança dos outros serviços também melhorou, em parte refletindo melhorias nos serviços de transportes, com forte correlação com o turismo, mas também por melhoria do saldo no setor das TIC e serviços empresariais. Para além disso, também a redução do défice energético para 2,1 mil milhões, refletindo a diminuição dos preços da energia, contribuiu para a recuperação da balança corrente. O comportamento no 1T, a expectativa de que os preços dos bens energéticos se mantenham contidos e a expectativa de que a procura doméstica terá um comportamento moderado, sugerem que, no final de 2023, a balança corrente volte a registar um excedente. Estimamos cerca de 0,8% do PIB.

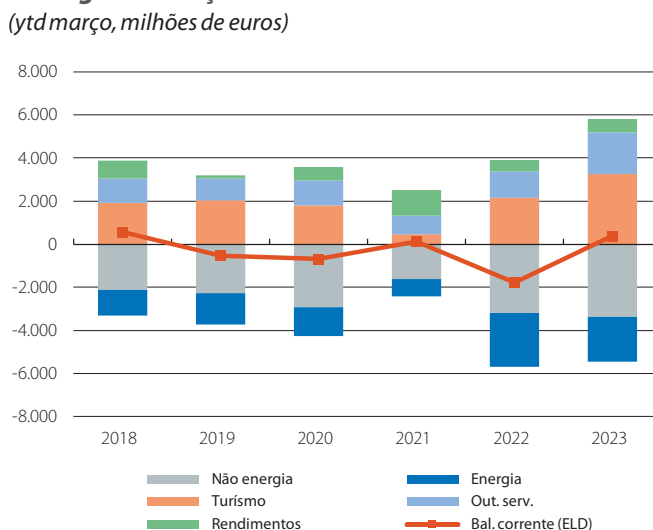
A carteira de crédito ao sector privado não financeiro caiu em abril, o que não acontecia desde o início de 2020. Mais concretamente, diminuiu 0,6% homólogo, um comportamento explicado pela carteira de crédito das empresas não financeiras (-2,9% homólogo). Por sua vez, a carteira de crédito à habitação continua a desacelerar de forma expressiva, mas mantém-se em terreno positivo (1,1% homólogo, face a 1,6% homólogo em março). Ainda que não haja informação sobre os novos empréstimos para compra de casa no fecho da edição, a informação divulgada pelo INE sobre a avaliação bancária aponta para que as novas operações de crédito à habitação tenham caído em termos homólogos no mês de abril; de facto, o número de avaliações feitas em abril diminuiu 34,3% homólogo, ainda que o valor mediano tenha aumentado 10,0% face ao mês homólogo, fixando-se em 1.491 euros/m².

Turismo: variações face a 2019



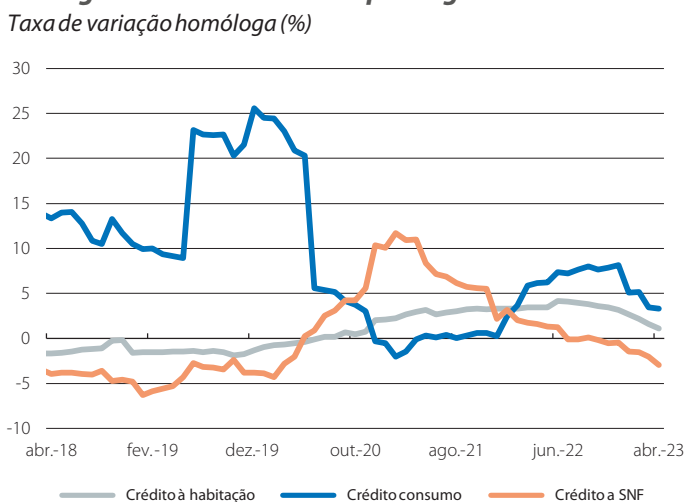
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Portugal: balança corrente



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

Portugal: carteira de crédito por segmento



Nota: Série inclui titularizações de crédito. Crédito à habitação é ajustado de outras reclassificações. Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Crédito à Habitação: qual o real esforço que os portugueses estão a enfrentar?

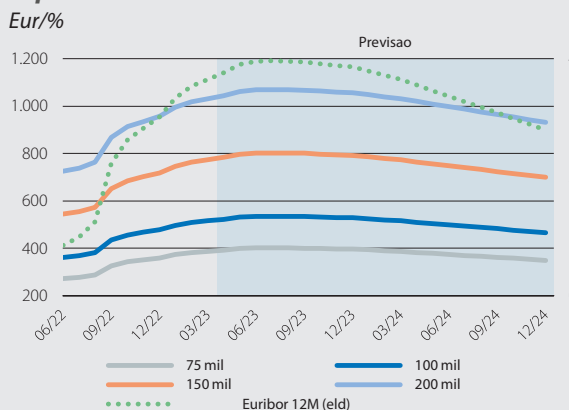
A Taxa de Esforço no contexto do crédito à habitação («CH») é um conceito importante. A sua finalidade é dar uma medida relativa de quanto pesa o encargo com o pagamento da prestação face ao rendimento dos mutuários. É, portanto, uma métrica de referência quando as instituições financeiras analisam a viabilidade de uma operação; e assume especial relevo por ser a métrica que o governo utiliza para enquadrar quer a renegociação de contratos¹ quer apoios ao pagamento de prestações.²

Nos tempos mais recentes temos obtido dados pertinentes que nos permitem aferir de forma mais fiel a realidade em termos de taxas de esforço dos mutuários portugueses. Do lado dos rendimentos o «Acordo de Médio Prazo de Melhoria dos rendimentos, dos salários e da competitividade» juntamente com os valores divulgados pelo INE acerca da evolução da remuneração bruta mensal média por trabalhador; que permitem não só saber a tendência dos aumentos salariais já em 2023, mas também ter um *roadmap* para os próximos anos. Do lado das despesas, a subida dos juros de referência deu-se de forma mais rápida do que inicialmente poderíamos antecipar, mas hoje também já é possível vislumbrar de forma mais clara o pico deste movimento porque em paralelo já teremos passado o pico do surto inflacionista. Por último, mas não de somenos importância, os dados que o Banco de Portugal tem vindo a divulgar sobre as características do *stock* de crédito à habitação no sistema financeiro português. Em suma, elementos que nos permitem afinar a métrica, compreender os seus matizes e perspetivar como irá evoluir. Tentaremos fazer isso neste artigo.

Em primeiro lugar, para ilustrar a ordem de grandeza do aumento líquido das prestações de CH resultantes do aumento dos indexantes, simulámos como foi retrospectivamente a evolução para diversos montantes de capital em dívida (75, 100, 150 e 200 mil euros) desde antes do início da ação do BCE e como podem vir a evoluir até ao final do próximo ano³ (primeiro gráfico). De acordo com as nossas previsões para o indexante, o pico no valor das prestações de CH deverá ocorrer em julho deste ano. Nessa altura, as prestações de CH terão sofrido um aumento de 47% face ao valor que apresentavam antes

1. Para maior detalhe consultar IM12 de 2022 – «Taxa de esforço: uma referência para a renegociação de créditos à habitação».
 2. No programa «Mais Habitação» há uma medida de apoio às famílias com créditos até 250 mil euros que tenham sido contraídos até 15 de março de 2023, com rendimentos até sexto escalão de IRS e com uma taxa de esforço acima de 36%. Neste caso o Estado vai financiar 50% ou 75% dos encargos com os juros associados ao crédito à habitação, quando o indexante ultrapasse 3%. O valor anual máximo do apoio corresponde a um valor e meio do Indexante dos Apoios Sociais (480,43 euros), o equivalente a 720,65 euros por ano.
 3. Considerámos um prazo dos empréstimos de 30 anos, spread de 1%, o indexante Euribor 12M e as previsões do BPI Research para este indexante.

CH: valor da prestação mensal para diferentes capitais em dívida



Fonte: BPI Research.
 Nota: Considerámos um prazo dos empréstimos de 30 anos, spread de 1%, o indexante Euribor 12M e as previsões do BPI Research para este indexante.

CH: valor da prestação mensal para diferentes capitais em dívida

	Capital em dívida			
	75 mil €	100 mil €	150 mil €	200 mil €
Prestação (eur)				
Junho-22	271,70	362,26	543,39	724,52
Julho-23	401,12	534,83	802,25	1.069,67
Dezembro-24	349,43	465,91	698,86	931,81
Δ Junho 22-Julho 23	129,43	172,57	258,86	345,14
Δ Julho 23-Dezembro 24	-51,70	-68,93	-103,39	-137,85

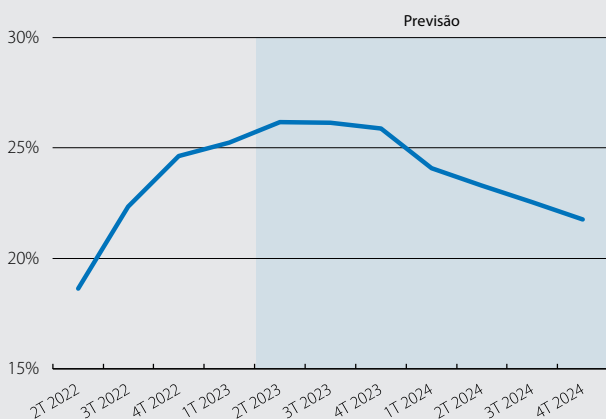
Fonte: BPI Research.
 Nota: Consideramos um prazo dos empréstimos de 30 anos, spread de 1%, o indexante Euribor 12M e as previsões do BPI Research para este indexante.

do início do processo de aperto monetário. No segundo quadro podemos observar o aumento nominal das prestações de CH previsto até ao pico em julho deste ano e a posterior correção (parcial) em baixa que esperamos que ocorra até ao final de 2024. Tratam-se de valores significativos: o aumento da prestação de um empréstimo de 100 mil euros até julho corresponde a um corte de cerca de 13% na remuneração bruta média mensal do trabalhador português.

Mas de que forma este movimento de taxas e de encargos financeiros impacta a taxa de esforço das famílias com crédito à habitação? A literatura económica aponta os anos iniciais após a contração de CH aqueles em que a probabilidade de incumprimento é maior.⁴ Acerca disto o Banco de Portugal divulgou os seguintes dados:⁵ os em-

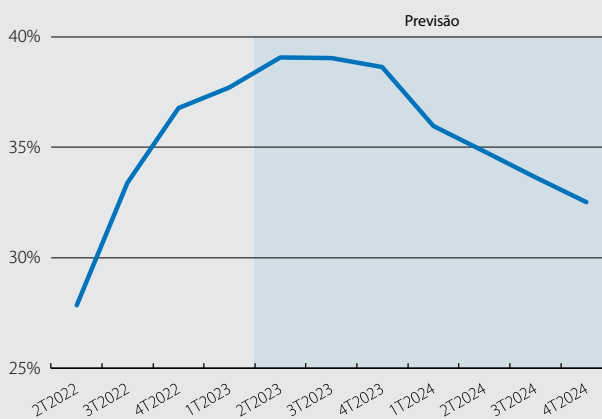
4. A este propósito ver Linn & R. Lyons. «Three triggers? Negative equity, income shocks and institutions as determinants of mortgage default». Staff Working Paper N° 812 do Bank of England. Ver também Francke, M., & Schilder, F. (2014). «Losses on Dutch residential mortgage insurances». Journal of European Real Estate Research 7.3, 307-326.
 5. Relatório de estabilidade financeira - Novembro de 2022.

Taxa de esforço: CH médio contratado entre 2019 e 2022



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

Taxa de esforço: CH baseado no preço médio do imóvel transacionado no 2T 2022



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

préstimos contratados entre 2019 e 2022 têm um montante médio em dívida de 101,8 mil euros, representam 36% do *stock* de CH da Banca nacional e 22% do total de contratos. Assim, reconstruímos a curva de taxa de esforço deste «empréstimo médio», considerando no numerador do rácio os rendimentos líquidos a evoluírem em 2023 segundo os pressupostos do já mencionado Acordo de médio prazo.⁶ Como vemos na terceira imagem, apesar do extraordinário aumento do esforço no último ano, em qualquer caso ele nunca ultrapassa os 26% situando-se em parâmetros de risco considerados saudáveis. Naturalmente, podemos stressar esta métrica se em lugar do montante médio mencionado o substituirmos pelo montante equivalente a financiar (com LTV de 80%) o valor de transação médio de um imóvel vendido no 2T 2022 (190 mil euros). Nestas condições, verificamos que já desde o 4T 2022 o esforço mensal com o CH estaria a superar os parâmetros saudáveis e a breve trecho se aproximaria dos 40%. Apesar de ser um exercício teórico, esta taxa de esforço stressada evidencia que o «imóvel de preço médio» está cada vez mais inacessível à «família de rendimento médio».

É preciso então ir além do conceito da «média» e perceber exatamente quais os montantes em dívida e os rendimentos das famílias onde está alocado o *stock* de crédito à habitação. Só isto nos permite perceber qual o real esforço das famílias e identificar onde se encontram as vulnerabilidades. É isso que mostramos na última imagem antecipando quais serão as taxas de esforço em dezembro deste ano por quintis de rendimento dos mutuários. Várias conclusões emergem. Em primeiro lugar constatar que o *stock* de CH concentrado nos 20% de mutuários com mais baixos rendimentos (1º quintil) é de apenas 9,4% e que, por outro lado, 36,5% do *stock* está concentrado nos 20% de mutuários com mais elevados rendimentos (5º quintil). Em segundo lugar, infere-se que no final deste ano 18,6% do

6. Os outros pressupostos são um prazo de empréstimo de 30 anos, o indexante utilizado a Euribor a 12 meses e um spread de 1%.

Stock de CH por classe de Tx. de esforço e quintil de rendimento

	1.º Quintil	2.º Quintil	3.º Quintil	4.º Quintil	5.º Quintil
Taxa de esforço					
≤ 20%	4,2	11,5	25,4	41,6	71,9
>20% ; ≤30%	10,8	25,7	32,2	32,6	18,5
>30% ; ≤40%	18,9	25,6	23,5	16,1	6,5
>40% ; ≤50%	18,9	17,6	11,3	6,2	2,0
>50%	47,2	19,5	7,7	3,5	1,0
Montante médio em dívida (eur)	46.351	55.528	62.932	71.840	91.786
Peso no stock de CH	9,4%	15,7%	18,9%	19,5%	36,5%

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal - Relatório de Estabilidade Financeira - Maio 2023.

stock total de CH enfrentará taxas de esforço acima de 40%, sendo que um terço destes (6,2%) serão empréstimos de mutuários no 1º quintil de rendimentos. Por outro lado, 65,6% do *stock* manterá taxas de esforço muito saudáveis, abaixo de 30%, mesmo no contexto de endurecimento monetário.

Concluindo, é inegável que o aumento das taxas de juro tem vindo a reduzir de forma não despendida o rendimento disponível das famílias após liquidação da prestação de CH. Este impacto é mais substancial nos mutuários de menores rendimentos, traduzindo-se no contexto atual em taxas de esforço preocupantes. De qualquer forma, o *stock* de CH está maioritariamente concentrado nos agregados de maiores rendimentos e nos últimos anos os novos contratos celebrados também são maioritariamente nesse universo. Isto explicará a manutenção de baixas taxas de *default*, sendo nossa convicção que, com as expectativas atuais de taxas de juro, não será o malparado em CH o *trigger* para um ajuste em baixa nos preços do imobiliário residencial.

Tiago Belejô Correia

Programa de Estabilidade: saldo orçamental a caminho do excedente

Um Programa de Estabilidade assente num cenário macroeconómico plausível...

O Programa de Estabilidade 2023-2027 (PE 2023-2027) assenta num cenário para o crescimento económico mais positivo do que o usado no Orçamento de Estado 2023: o Executivo antecipa agora um crescimento do PIB de 1,8% em 2023 (1,3% no OGE 2023), um comportamento explicado pela expectativa de uma recuperação mais positiva da procura externa, em linha com as nossas previsões. Ainda assim, sabemos, no momento em que escrevemos este artigo, que é provável que o crescimento do PIB em 2023 se aproxime, muito provavelmente, dos 2,5%.

Por outro lado, as expectativas são mais negativas para o mercado de trabalho: o Governo antecipa um aumento da taxa de desemprego para 6,7% (face a 5,6% no OGE 2023). As perspetivas do Executivo são também mais negativas para a inflação, que deverá atingir níveis em torno dos 5%, quando, em outubro, o Executivo esperava que o crescimento dos preços ficasse pelos 4%.

Para o restante período de projeção, as previsões para o PIB e taxa de inflação estão em linha com as previsões das outras instituições, exceto no caso do mercado de trabalho, para o qual o Governo aponta um cenário mais favorável. Assim, no geral, o cenário macroeconómico para o horizonte de projeção 2023-2027 parece plausível, ressaltando, ainda assim, que 2023 será mais positivo, o que confere suporte adicional às projeções do PE.

...e na manutenção da consolidação das contas públicas...

O Governo projeta uma manutenção do défice orçamental em 0,4% do PIB em 2023, claramente abaixo do que previa no OGE 2023 (-0,9% do PIB). De recordar que o ponto de partida em 2022 foi mais positivo do que o previsto: o défice ficou em 0,4% do PIB nesse ano, face à previsão do Governo de -1,9% aquando a divulgação do OGE 2023.

O que explica a revisão em baixa para o défice em 2023? Comparativamente com o OGE 2023, o Governo reviu em alta a expectativa para a receita, esperando arrecadar mais 3.282 milhões de euros do que esperava em outubro, com destaque para a revisão em alta da receita fiscal e contributiva (+3.327 milhões de euros). Isto apesar do impacto da medida de redução do IVA num conjunto de bens alimentares, com um impacto de 410 milhões de euros.

No que diz respeito à despesa, a expectativa é também de maiores gastos (+1.994 milhões de euros), destacando-se o agravamento da rubrica de subsídios e prestações sociais (+1.515 e +1.008 milhões de euros face a outubro, respetivamente). O aumento dos subsídios é largamente explicado pela contabilização dos 1.000 milhões de euros da medida de redução das tarifas de gás em 2023 (em vez do seu registo em 2022, como era esperado pelo Governo). No caso das prestações sociais, destaca-se o pagamento adicional de pensões (500 milhões de euros) e o apoio às famílias vulneráveis¹ (580 milhões de euros). Adicionalmente, também as despesas com pessoal foram revistas em alta (+448 milhões de euros do que em outu-

Previsões das principais variáveis macroeconómicas, por instituição

	PIB				Taxa desemprego				Taxa inflação*			
	PE	CE	BdP	BPI	PE	CE	BdP	BPI	PE	CE	BdP	BPI
2023	1,8	2,4	1,8	2,5	6,7	6,5	7,0	7,1	5,1	5,1	5,5	5,0
2024	2,0	1,8	2,0	1,5	6,4	6,3	6,9	6,9	2,9	2,7	3,2	2,8
2025	2,0	-	2,0	2,4	6,2	-	6,7	6,7	2,1	-	2,1	2,0
2026	1,9	-	-	1,4	6,0	-	-	6,5	2,0	-	-	2,1
2027	1,8	-	-	-	5,8	-	-	-	2,0	-	-	-

Nota: * Previsões IHPC para PE, CE e BdP; no caso do BPI, são as relativas ao IPC.

Fonte: BPI Research, com base no Programa de Estabilidade 2023-2027, Boletim Económico do BdP (março 2023) e Comissão Europeia (Spring Forecasts, maio 2023).

Evolução das principais rubricas das contas públicas

	% PIB	2023	2024	2025	2026	2027	Var. p. p. 2027/23
Total Receita		44,4	43,9	43,7	43,3	42,2	-2,2
Receita Fiscal		25,1	24,9	24,8	24,7	24,5	-0,6
Contribuições para a SS		12,2	12,2	12,2	12,3	12,3	0,1
Outros		7,1	6,8	6,7	6,3	5,4	-1,7
Total Despesa		44,8	44,1	43,7	43,3	42,1	-2,7
Prestações Sociais		17,9	17,9	17,8	17,7	17,5	-0,4
Despesas com Pessoal		10,7	10,6	10,5	10,4	10,3	-0,4
Juros		2,3	2,7	2,8	2,8	2,8	0,5
Investimento		3,2	3,4	3,5	3,4	2,9	-0,3
Outros		10,7	9,5	9,1	9,0	8,6	-2,1
Saldo Orçamental		-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
Saldo Primário		1,9	2,5	2,7	2,8	2,9	1,0
Saldo Estrutural		-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	0,3

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Programa de Estabilidade 2023-2027.

bro), explicado pelo aumento extraordinário de 1% aos funcionários públicos (com um custo estimado de 245 milhões de euros) e o aumento do subsídio de alimentação (143 milhões de euros). Por fim, destaca-se a revisão em baixa dos encargos com juros (-362 milhões de euros) e investimento público (-280 milhões de euros).

Para os anos seguintes, espera-se que o défice continue a reduzir e atinja um equilíbrio em 2026, um comportamento que resulta não só da manutenção de um cenário de crescimento económico, como também da eliminação das medidas COVID e do pacote de medidas para apoio aos agentes económicos para lidar com a elevada inflação (um tema que será melhor analisado na secção seguinte).

1. Apoio de 30 euros/mês, concedido a famílias consideradas vulneráveis (que beneficiem de, pelo menos, um dos seguintes apoios: tarifa social de energia, complemento solidário para idosos, rendimento social de inserção, complemento da prestação social de inclusão, pensão de velhice, pensão de invalidez, subsídio de desemprego ou abono de família até ao 2º escalão). Adicionalmente, as famílias com crianças/jovens com abono até ao 4º escalão recebem um apoio extraordinário de 15 euros por mês por cada criança. Apesar do apoio ser mensal, o seu pagamento é feito trimestralmente.

Olhando para todo o horizonte de projeção, verifica-se que o crescimento acumulado da receita fiscal e contributiva (de 23,1%) fica abaixo do esperado para o PIB nominal (27,9%), um comportamento que pode ser explicado por uma medida referida no PE 2023-2027 de «Redução carga fiscal» no âmbito do IRS, mas sem detalhe. Assim, a receita em percentagem do PIB deverá reduzir de 44,4% em 2023 para 42,2% em 2027. No entanto, consideramos que a estimativa do Governo para 2023 para a receita fiscal e contributiva pode ser conservadora, considerando a relação histórica entre receita fiscal e contributiva e o PIB nominal. É possível que a estimativa do Executivo esteja subestimada em mais de 1.200 milhões de euros (0,5% do PIB).

Por sua vez, a despesa deverá reduzir 2,7 p. p. para 42,1% do PIB em 2027, explicado pela redução do peso das prestações sociais no PIB (ver segunda tabela). No entanto, esta redução é explicada apenas pelo facto de as prestações sociais aumentarem menos do que o PIB nominal. De facto, o aumento absoluto neste período será superior a 8.960 milhões de euros, explicado, em larga medida, pela atualização das pensões (+6.800 milhões de euros). Ao mesmo tempo, a despesa com subsídios irá reduzir, com o fim das medidas relacionadas com a pandemia e a inflação. Por outro lado, e num contexto de aumento das taxas de juro, o Executivo espera que os encargos com juros aumentem para 2,8% do PIB em 2027 (ou seja, um gasto adicional de cerca de 3.850 milhões de euros face a 2022). No entanto, e considerando a nossa expectativa para a evolução das taxas de juro de mercado, é possível que o Executivo tenha sobrestimado o encargo com juros; de facto, para 2023, estimamos que o encargo com juros possa aumentar cerca de 1.000 milhões de euros face a 2022, o que colocaria o peso dos juros no PIB em 2,2%, menos 0,1 p. p. face ao esperado pelo Governo. Para os anos seguintes, prevemos que o peso dos juros atinja os 2,4% do PIB em 2026.

Neste contexto de consolidação das contas públicas, o rácio de dívida pública deverá reduzir 14,7 p. p. no horizonte de projeção. A confirmar-se o esperado para 2023 (de 107,5% do PIB), este será o rácio mais baixo desde 2010, e se se confirmar o rácio de 92% do PIB em 2027, este será o nível mais baixo desde 2009.

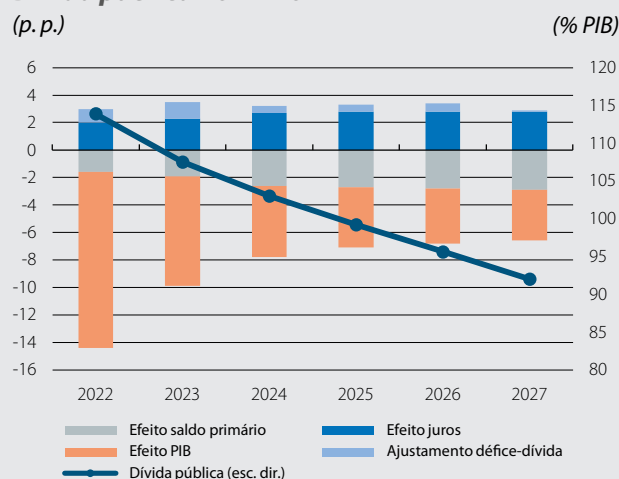
...apesar das medidas de política orçamental

O PE 2023-2027 apresenta uma estimativa quanto ao impacto de medidas de política orçamental para o horizonte de projeção, algumas das quais já incluídas no OGE 2023. Por um lado, as medidas tomadas pelo Executivo levarão a uma redução da receita arrecadada em 1.908 milhões de euros no acumulado do período de projeção. Destes, 1.150 milhões de euros dizem respeito à medida «Redução carga fiscal».

Do lado da despesa, apontam para medidas que contribuirão para o seu agravamento em quase 6.950 milhões de euros. Para este acréscimo contribui largamente a atualização regular das pensões (impacto acumulado de 6.289 milhões de euros), que, ainda que não seja uma medida nova, revela que o Governo volte a aplicar a fórmula de atualização inscrita na Lei.² A esta junta-se o

2. Lei n.º 53-B/2006.

Dívida pública 2022-2027



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Programa de Estabilidade 2023-2027.

efeito permanente decorrente da atualização extraordinária dos salários dos funcionários públicos em 1% ocorrida em 2023 e do subsídio de alimentação (num total de 388 milhões de euros) e do apoio às rendas (de 250 milhões de euros).

Recorrendo à análise feita pela UTAO, as medidas de política orçamental em 2023 foram revistas em alta face ao que estava estimado no OGE 2023, passando de um gasto líquido de 1,6% do PIB (3.953 milhões de euros) para 2,9% (7.470 milhões). Para os anos seguintes, o impacto será bastante inferior, reflexo do fim das principais medidas de apoio aos agentes económicos para enfrentar os elevados níveis de inflação e as medidas COVID.

O fim destas medidas e a manutenção de um cenário macroeconómico positivo suportam a evolução esperada para o saldo orçamental até 2027. Incorporando os pressupostos do nosso cenário e após uma análise mais detalhada, parece-nos mesmo que se poderia atingir um ligeiro excedente mais cedo do que o esperado no PE, em 2025 (0,1%). Efetivamente, tendo em conta a sensibilidade histórica da receita fiscal e contributiva à atividade económica, parece-nos que o seu andamento poderá ser mais positivo do que o implícito no PE e que os encargos com juros poderão também ser inferiores, atingindo níveis em torno de 2,4% do PIB em 2026 (face aos 2,8% antecipados no PE).

No entanto, e num ambiente incerto como o que vivemos atualmente, os pressupostos podem ser facilmente revertidos, por exemplo, perante um choque exógeno negativo ou se as taxas de juro aumentarem mais do que as nossas expectativas. Importa chamar a atenção também para a despesa pública considerada mais rígida (a despesa corrente primária), que, na ótica do Governo, deverá cair em percentagem do PIB, mas, que em termos absolutos, supõe um agravamento superior a 17 mil milhões de euros no horizonte de projeção, justificado, quase na maioria, pelas despesas com pessoal e prestações sociais. Este aumento é particularmente relevante, uma vez que, num cenário económico e financeiro mais negativo, este tipo de despesa é mais difícil de reverter.

Vânia Duarte

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Índice coincidente para a atividade	3,4	5,7	6,5	5,1	4,3	4,6	4,8	5,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	2,0	1,8	-0,3	0,6	-4,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-2,5	-4,8	-6,3	-5,0	-3,6	-3,7	-5,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	6,0	3,2	-3,2	13,2	-34,4	12,4	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	1,3	4,5	-2,8	-16,0	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,6	13,8	14,2	15,8	13,6	12,9	11,4	10,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,6	298,1	244,4	158,6	116,9	116,9	89,0	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,1	19,5	16,9	9,9	11,1	13,3	15,9	12,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	3,1	3,3	0,0	1,6	0,6	2,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	4,1	4,9	2,8	2,2	3,0	3,4	3,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-30,5	-31,8	-37,0	-35,1	-33,4	-31,7	-29,8
Mercado de trabalho									
População empregada	2,8	2,0	1,9	1,1	0,5	0,5	0,6	0,7	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	6,0	5,7	5,8	6,5	7,2	7,0	6,8	...
PIB	5,5	6,7	7,4	4,8	3,2	2,5	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Inflação global	1,3	7,8	8,0	9,1	9,9	8,0	7,4	5,7	4,0
Inflação subjacente	0,8	5,6	5,5	6,5	7,2	7,1	7,0	6,6	5,5

Setor externo

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	23,0	18,9	22,7	23,0	21,5	21,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,4	31,5	35,2	31,4	24,4	24,4	...	...
Saldo corrente	-1,6	-3,2	-4,4	-4,2	-3,2	-1,1	-1,1	...	...
Bens e serviços	-5,5	-4,9	-6,4	-5,3	-4,9	-2,9	-2,9	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,7	2,0	1,1	1,7	1,8	1,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,1	-1,1	-1,0	-1,9	-1,1	1,5	1,5	...	...

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	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	8,2	7,8	6,4	0,5	0,5	-0,8	...
À vista e poupança	16,3	7,3	12,9	11,2	7,3	-3,1	-3,1	-5,0	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	2,3	3,3	5,2	5,4	5,4	5,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	8,5	-0,1	12,4	11,1	11,1	21,3	...
TOTAL	9,0	6,5	8,2	7,5	6,5	0,8	0,8	-0,2	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	2,9	1,8	3,0	2,3	1,8	0,0	0,0	-0,6	...
Empresas não financeiras	2,2	-0,4	1,2	0,1	-0,4	-2,1	-2,1	-2,9	...
Famílias - habitações	3,3	3,2	4,2	3,8	3,2	1,6	1,6	1,1	...
Famílias - outros fins	3,0	2,9	3,4	3,3	2,9	0,0	0,0	-0,2	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	-1,3	-1,5	-2,7	-2,0	-2,0	-2,0	...
TOTAL	2,9	1,6	2,8	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,6	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,7	3,0	3,4	3,2	3,0	...	-	-	-

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.

Revisão do crescimento de Espanha para 2023

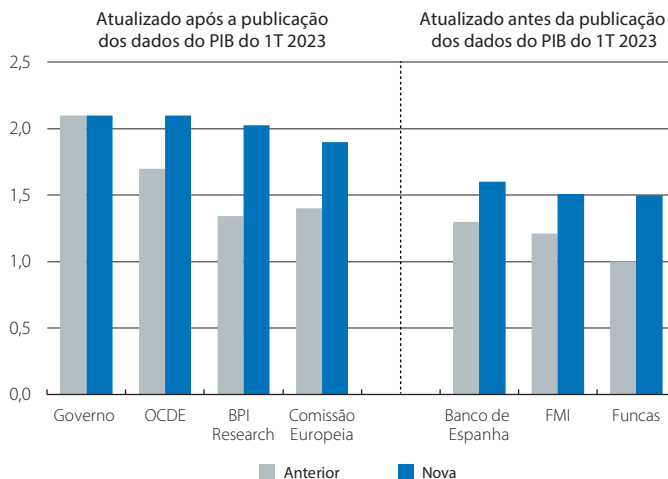
A previsão para o crescimento do PIB em 2023 é revista em alta para 2,0% (+0,7 p. p.). O valor positivo do crescimento do 1T 2023 divulgado no mês passado (0,5% em termos trimestrais) dissipou os receios de uma recessão a curto prazo, e os dados divulgados nos últimos meses foram, em geral, melhores do que o previsto. A rápida moderação dos preços da energia nos últimos meses também contribuiu para a melhoria das perspetivas económicas. Embora um crescimento de 2% no atual contexto de desafios seja certamente positivo, é importante notar que grande parte deste crescimento resulta do forte desempenho do sector externo. A procura interna, por outro lado, é fraca, afetada pelo impacto da inflação elevada e do aumento das taxas de juro (ver Focus «Novo cenário económico: as perspetivas económicas para a Espanha melhoram», no presente relatório, para mais informações sobre a alteração das previsões macroeconómicas).

Os indicadores disponíveis para o 2T 2023 mostram um desempenho misto. Pela positiva, o PMI para o sector dos serviços situou-se em 56,7 em maio, muito acima do nível em que normalmente se observam taxas de crescimento positivas (50 pontos), embora a um nível inferior ao dos dois meses anteriores. Os indicadores relacionados com o consumo dão sinais contraditórios. O índice do comércio a retalho em termos reais cresceu 0,9% no mês de abril e, se excluirmos as estações de serviço do cálculo, o crescimento atingiu 4,1% no mês. Em contrapartida, segundo o indicador de consumo do CaixaBank, a atividade dos cartões espanhóis arrefeceu em abril em relação aos meses anteriores e cresceu 4,1% em termos homólogos (9,9% em março). Esta fraqueza manteve-se nos dados disponíveis até à primeira quinzena de maio. Ao mesmo tempo, o sector industrial manteve-se fraco. Em maio, o PMI da indústria manufactureira diminuiu 0,6 pontos para 48,4, na zona de contração (abaixo dos 50 pontos). De um modo geral, o painel de avaliação sugere que a economia continua a crescer, mas a um ritmo mais moderado do que no trimestre anterior.

O mercado de trabalho espanhol continua a apresentar bons resultados e a inscrição na Segurança Social atingiu um novo máximo em maio, com 20,8 milhões de trabalhadores. No entanto, regista-se uma ligeira moderação no ritmo de criação de emprego. Desta forma, as inscrições aumentaram 200.411 em maio, ligeiramente abaixo da média para um mês de maio (214.000 em média no período 2014-2019), e a taxa homóloga moderou-se em 1 décima de ponto percentual para 2,9%. Com ajustamento sazonal, o emprego aumentou no mês em 47.883, depois de ter crescido mais de 100.000 nos dois meses anteriores. Enquanto isso, o desemprego caiu 49.260 para 2.739.110 pessoas, uma queda menor do que o normal para um mês de maio (-105.000 em média no período 2014-2019).

Espanha: comparação das previsões do PIB

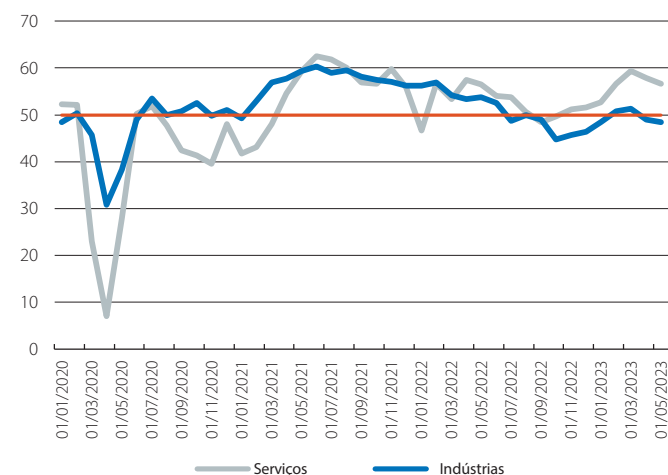
Variação homóloga em 2023 (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Governo, da Comissão Europeia, da OCDE, do Banco de Espanha, do FMI e do Funcas.

Espanha: PMI

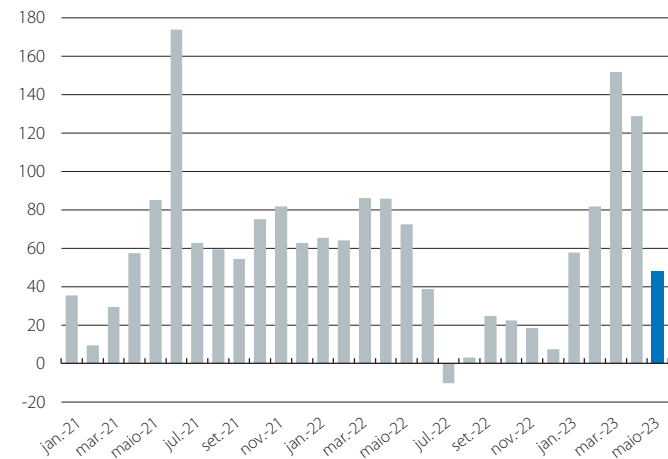
Nível



Fonte: BPI Research, com base em dados do IHS Markit.

Espanha: inscritos na S. S. *

Variação homóloga mensal (milhares)



Nota: * Dados ajustados sazonalmente.

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

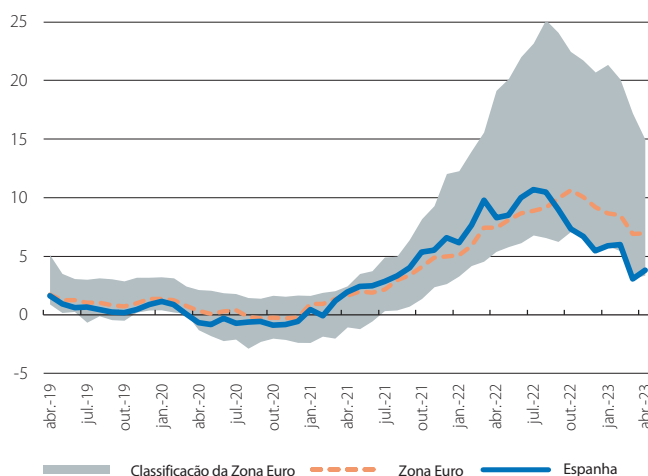
A inflação abrandou mais do que o previsto em maio. A inflação global caiu acentuadamente em maio para 3,2% em termos homólogos (4,1% em abril), conforme o indicador avançado do IPC publicado pelo INE. O abrandamento dos preços não foi dominado por efeitos de base, como aconteceu nos dois meses anteriores, pelo que o sinal transmitido por esta moderação é claro e, neste caso, positivo. Na ausência de uma discriminação, o INE observou que a contenção da inflação deveu-se principalmente a uma queda apreciável dos preços dos combustíveis e a uma menor inflação dos produtos alimentares. A inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados) também registou uma queda significativa, situando-se em 6,1% (6,6% em abril), graças a uma evolução contida do IPC subjacente em termos mensais, o que reafirma o sinal de abrandamento das tensões sobre os preços.

Os preços das casas aumentaram significativamente no 1T. O valor de avaliação das habitações sem restrições aumentou 2,2% em termos homólogos trimestrais no 1T 2023, face a 0,5% no 4T 2022, embora em termos homólogos anuais o ritmo de crescimento tenha continuado a abrandar (3,1% em termos homólogos anuais face a 3,3% no trimestre anterior). No mesmo sentido, o índice de preços da habitação baseado nas vendas do «Colegio de Registradores» de Espanha também registou um aumento significativo no 1T 2023 (1,3% em termos homólogos trimestrais, 5,4% em termos homólogos anuais). A procura de habitação está, entretanto, a arrefecer. Em março, o número de vendas diminuiu 5,7% em termos homólogos. No entanto, é de notar que a moderação parte de um nível de atividade muito elevado. Apesar da queda homóloga, as vendas estão ainda 30,4% acima do nível de março de 2019 (pré-pandemia). Apesar da recuperação registada no 1T 2023, esperamos que os preços da habitação apresentem uma trajetória de desaceleração nos próximos trimestres, num contexto de moderação da procura face ao aumento das taxas de juro.

Correção acentuada do défice comercial no 1T 2023. O défice da balança comercial de bens situou-se em 6,578 mil milhões de euros no 1T, 2,3 vezes menos do que há um ano (-15,416 mil milhões de euros) e ligeiramente abaixo da média dos primeiros trimestres entre 2014 e 2019 (-6,760 mil milhões de euros). Este resultado resulta de um menor défice energético e de uma melhoria sensível da balança dos bens não energéticos. O défice energético no 1T caiu para 8.218 milhões, em comparação com um défice de 11.052 milhões no mesmo período de 2022, graças à redução das importações em volume (-9,7%), num contexto de queda dos preços (-1,1%). Entretanto, a balança de bens não energéticos registou um excedente de 1.639 milhões de euros, o melhor registo para o 1T desde 2014 (défice de 4.364 milhões de euros no período homólogo de 2022), graças ao maior dinamismo das exportações (15,1% vs. 7,3% das importações).

Espanha e Zona Euro: IPC geral

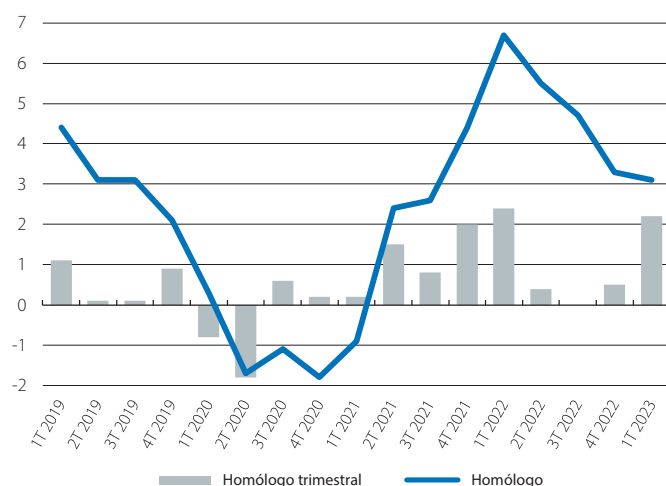
Varição homóloga (%)



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

Espanha: preço da habitação (avaliação)

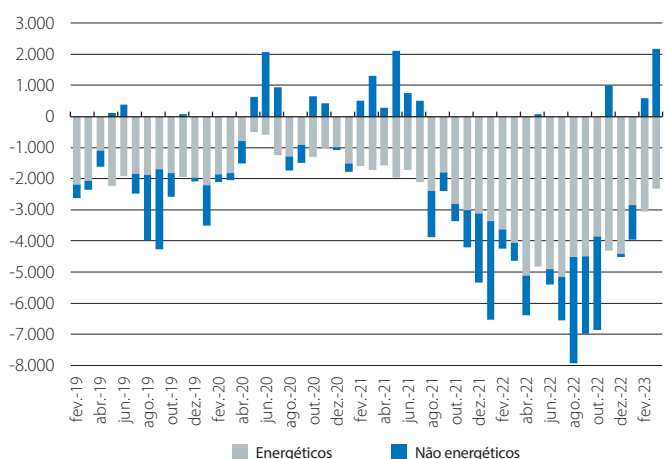
Varição (%)



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

Espanha: balança comercial de bens *

Dados mensais (milhões de euros)



Nota: * Para os bens, é utilizada a classificação SITC.
Fonte: BPI Research, com base em dados de Aduanas.

Novo cenário económico: as perspetivas económicas melhoram

Passaram quase quatro meses desde a nossa última atualização do cenário macroeconómico. Durante estes meses, a economia espanhola mostrou um tom mais resistente do que o esperado. Além disso, a normalização prática, mas não completa, dos preços do gás natural foi confirmada e o limite máximo da taxa de juro de referência está agora próximo. Tendo em conta estas alterações, atualizámos o nosso cenário de previsões macroeconómicas.

Um ponto de partida melhor do que o esperado

Apesar da conjuntura difícil, o desempenho da economia espanhola tem sido sustentado por três elementos fundamentais: um mercado de trabalho forte, a correção acentuada do preço do gás natural e um desempenho robusto do sector externo.

O emprego, longe de abrandar, acelerou nos primeiros meses de 2023. Conforme a EPA, o emprego cresceu 1,2% em termos trimestrais no 1T 2023, em termos corrigidos de sazonalidade, significativamente acima dos 0,2% registados no trimestre anterior. Se olharmos para os dados de inscrição na Segurança Social, esta tendência positiva prolongar-se-ia até ao 2T 2023. O bom desempenho do mercado de trabalho está a dar às famílias a capacidade de enfrentarem mais confortavelmente as pressões inflacionistas. Além disso, reforça as perspetivas de procura para as empresas e cria uma barreira eficaz ao crescimento das desigualdades, um fator crucial num contexto de pressão sobre o custo de vida.

Ao mesmo tempo, a atividade beneficiou da descida do preço do gás natural. Contrariamente aos receios de que a crise energética se intensificasse durante o inverno, a tensão atenuou-se graças a um inverno mais ameno do que o habitual, à forte correção da procura e ao bom desenvolvimento das reservas de gás. Assim, se o preço do gás natural (referência Mibgas) foi, em média, de cerca de 100 €/MWh em 2022, durante o 1T 2023, o preço médio foi de cerca de 50 €/MWh e, até agora, no 2T, o preço médio desceu para 35 €/MWh, um valor próximo da média de 20 €/MWh para o período 2017-2019.

O sector externo demonstrou um vigor notável, impulsionado em grande parte pelo turismo. Para ilustrar, no 1T 2023, enquanto as chegadas de turistas internacionais ainda estavam 3,5% abaixo do mesmo trimestre de 2019, as despesas em termos reais estavam 12,1% acima do nível do 1T 2019. Embora o turismo tenha sido o principal motor da procura externa, não foi o único. A balança comercial de bens não energéticos registou um excedente de 1.639 milhões de euros no trimestre, graças a um aumento das exportações (15,1% em termos homólogos) que superou o das importações (7,3%). Este é o melhor saldo do 1T desde

2014 e contrasta com o défice de 4.364 milhões registado no 1T 2022. Além disso, nem toda a melhoria do saldo foi um efeito de preço. Em volume, as exportações registaram um crescimento anual de 3,6% contra uma diminuição das importações de 2,2%. As exportações de serviços não turísticos também registaram um desempenho muito favorável. A balança comercial de serviços não turísticos atingiu um excedente de 10,46 mil milhões de euros, muito acima do saldo do 1T 2022, de 5,892 mil milhões de euros. Este registo combina um forte aumento das exportações (18% em termos anuais) com uma queda das importações (-6%).

Em suma, estes fatores contribuíram para que os dados do PIB superassem as expectativas no 1T, dissipando os receios de uma recessão a curto prazo.¹

Principais pressupostos do cenário: inflação e taxas de juro

No entanto, as perspetivas não são isentas de obstáculos. A inflação e as taxas de juro elevadas estão a afetar a economia. Felizmente, os choques que desencadearam o pico inflacionista, começam a desvanecer-se. Como já foi referido, os preços da energia registaram uma descida notável, estando agora próximos dos níveis médios históricos. Além disso, os famosos estrangulamentos, herança dos processos de reabertura das economias nas fases finais da pandemia, começam também a dissipar-se e a aliviar as pressões nas fases anteriores da cadeia de formação de preços.

A recente correção dos preços da energia deu lugar a uma moderação substancial da inflação global. Com dados até abril, já se situa em 4,1%, em comparação com 8,4% para a média de 2022, apesar de os produtos alimentares terem aumentado 12,4%.² A inflação subjacente, que exclui os produtos alimentares e a energia, é ligeiramente superior à taxa global, situando-se em 4,6%. Tal deve-se aos efeitos desfasados da repercussão dos aumentos de custos que as empresas têm vindo a enfrentar desde o ano passado (efeito de contágio).

Para 2023, projetamos que a inflação global seja, em média, de 3,9%. Esta previsão incorpora a queda substancial dos preços da energia, mas também a maior persistência da inflação subjacente e da inflação alimentar. No entanto, esperamos que estas pressões diminuam e que a inflação média em 2024 seja inferior a 3%.

1. Ver Nota Breve para mais informações sobre os dados do PIB.

2. O valor antecipado da inflação para maio mostra uma continuação da tendência de desaceleração da inflação, em 3,2%. No entanto, os dados prévios ainda não fornecem uma repartição por componente.

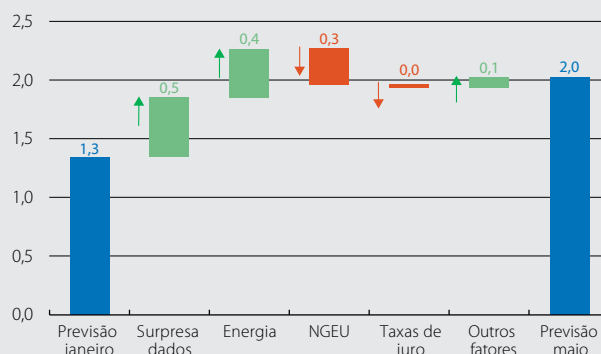
Estas projeções baseiam-se no pressuposto de que não há efeitos significativos de segunda ordem. Embora os salários estejam a absorver progressivamente o impacto da inflação, há sinais incipientes de que o crescimento dos salários poderá estabilizar-se em cerca de 4%-4,5% este ano. Um crescimento dos salários desta magnitude não deverá constituir um risco de subida da inflação. A este respeito, o recente acordo salarial entre os parceiros sociais é de saudar, visto que ajuda a reduzir a incerteza e contribui para limitar os efeitos de segunda ordem.

Relativamente às taxas de juro, o BCE continua preocupado com a falta de sinais claros de moderação da inflação subjacente na zona euro e assinalou a sua intenção de aumentar um pouco mais as taxas de juro. Mas também é verdade que a subida acumulada de quase 4 p. p. (de -0,50% para +3,25%) é muito substancial e que os seus efeitos já se começam a fazer sentir, por exemplo, na procura de crédito. Por conseguinte, esperamos que o BCE aumente a taxa *depo* para um máximo de 3,75% (o que está em linha com as expectativas do mercado) e que a mantenha nesse nível até meados de 2024. Trata-se de um caminho mais gradual para a normalização da política monetária do que esperávamos anteriormente, mas, pelo que tem vindo a comunicar, pensamos que o BCE optará por taxas mais elevadas durante mais tempo para garantir que a inflação volte a descer para 2% a médio prazo.

No entanto, a inflação e as taxas elevadas estão a deixar marcas claras. O consumo privado diminuiu durante dois trimestres consecutivos e os indicadores de maior frequência, como o nosso indicador interno baseado na evolução das despesas com cartões, não mostram sinais de uma clara melhoria num futuro próximo. Em 2022, a subida dos preços levou a um aumento acentuado das despesas. O consumo privado em termos nominais cresceu mais de 10%, em comparação com um crescimento mais moderado de 3,6% do rendimento disponível bruto. Consequentemente, a taxa de poupança diminuiu de 13,7% em 2021 para 7,2% em 2022. Com a taxa de poupança a aproximar-se da sua média histórica (6,7% entre 2014 e 2019), o consumo em 2023 poderá estar mais estreitamente ligado ao crescimento do rendimento disponível. No entanto, embora esperemos que o rendimento disponível cresça a uma taxa mais elevada, de cerca de 4,5%, graças a um aumento do crescimento dos salários e ao forte desempenho esperado do emprego, projetamos também que a inflação se mantenha elevada, em 3,9%. Esta situação limitará o crescimento do consumo em termos reais. Da mesma forma, o investimento também está a sofrer com a contração do crédito e tem mostrado sinais de fraqueza desde a primavera de 2022. Embora os fundos europeus continuem a prestar apoio, prevemos que o investimento se mantenha moderado em 2023.

Espanha: repartição da revisão das previsões de crescimento do PIB em 2023

(p. p.)



Notas: Variação anual (%). O PIB inercial é calculado através da regressão da variação anual do PIB face ao primeiro atraso do PIB e o hiato de produção do ano anterior. O atraso capta a inércia habitual do PIB, enquanto o hiato de produção capta o impulso

Perspetivas

Globalmente, 2023 parece ser um ano difícil. Este é um ano em que a economia continuará a ser fustigada por uma inflação elevada e pelo impacto do aumento das taxas de juro, mas poderá também beneficiar de elementos de apoio. Em particular, destacamos o impulso derivado do quase desaparecimento do choque energético, o bom desempenho do sector externo, o resultado da margem de recuperação que ainda existe nos sectores mais expostos à pandemia e o contributo dos fundos europeus. Após a incorporação de toda a informação, prevemos um crescimento do PIB de 2,0% em 2023 no seu conjunto, o que representa uma revisão em alta de 0,7 p.p. face à nossa previsão anterior. Como mostra o gráfico, esta revisão explica-se em grande parte pela melhoria dos dados relativos ao segundo semestre de 2022 e pela queda dos preços da energia, que se refletiu num bom desempenho económico no 1T 2023. O pressuposto da execução dos fundos europeus limitou o âmbito da revisão, visto que incorpora agora um grau de execução um pouco mais conservador. No entanto, a contribuição dos fundos do NGEU continuará a ser muito significativa e contribuirá com 0,7 p.p. para o crescimento anual do PIB. Em contrapartida, esperamos que a continuação da persistência de taxas de juro elevadas tenha um impacto ainda moderado em 2023 e se faça sentir mais fortemente em 2024.

O Programa de Estabilidade 2023-2026: ajustamento do défice público espanhol graças ao crescimento económico

Crescimento económico, crucial para a trajetória descendente do défice

O Programa de Estabilidade 2023-2026 apresentado pelo Governo propõe um ajustamento gradual do défice público, impulsionado pela recuperação da economia espanhola, com uma redução de 4,8% do PIB em 2022 para 3,9% em 2023 e 2,5% em 2026.¹ Em contrapartida, a AIReF estima que em 2026 o défice público se situe em 3,0% do PIB, devido sobretudo a uma previsão menos otimista da evolução das receitas.²

O quadro macroeconómico em que assenta o Plano de Estabilidade é semelhante ao do conjunto dos analistas e é subscrito pela AIReF. Prevê-se que o PIB cresça 8,2% cumulativamente entre 2023 e 2026, com o investimento a desempenhar um papel importante em 2024, graças ao programa NGEU.³ Prevê-se que a inflação desça para 2% em 2025 e que o mercado de trabalho seja muito dinâmico, com uma taxa de desemprego inferior a 10,0% em 2026 e um crescimento médio anual do emprego de 2,1% em 2023-2026 (criação de 1,1 milhões de empregos a tempo inteiro até 2026).

Ao analisarmos com algum pormenor a evolução prevista das contas públicas, em termos de receitas, o Programa tem em conta as medidas aprovadas nos orçamentos de 2023 (aumento do IRS para os rendimentos de capitais, tributação dos bancos e das empresas energéticas, imposto de solidariedade sobre as grandes fortunas em 2023-2024...) e o aumento das contribuições para a segurança social previsto na reforma das pensões. Estima-se que as receitas aumentem em percentagem do PIB para 43,4% do PIB em 2023 (43,0% em 2022) e que o peso continue a aumentar nos próximos anos, devido ao crescimento dos impostos diretos e das contribuições sociais acima do PIB nominal. No caso dos impostos diretos, tal reflete o dinamismo da cobrança de receitas devido à boa evolução projetada para o mercado de trabalho e também o pressuposto de que se consolidarão fatores estruturais pós-pandemia, como a vinda à tona da economia paralela após a reforma laboral, a diminuição da fraude fiscal ou a ascensão do comércio *online*. Relativamente às contribuições sociais, capta o dinamismo do mercado de trabalho e o aumento das contribuições decorrentes da reforma das pensões. Assume-se, portanto, que a carga fiscal irá

1. Baseia-se num cenário que tem em conta o impacto das medidas adotadas até à data.

2. Em 2026, a previsão das receitas da AIReF em percentagem do PIB é de 0,6 p. p. inferior ao do Programa de Estabilidade. Em contrapartida, a despesa pública em percentagem do PIB é muito semelhante.

3. Prevê-se que o investimento cresça 5,0% em termos homólogos em 2024 (0,9% em 2023).

Espanha: cenário macroeconómico do Programa de Estabilidade

	2022	2023	2024	2025	2026
PIB real (crescimento em %)	5,5	2,1	2,4	1,8	1,7
PIB nominal (crescimento em %)	10	6,1	5,9	3,9	3,6
Taxa de desemprego (média anual em %)	12,9	12,2	10,9	10,3	9,8
Remuneração por trabalhador (crescimento em %)	2	4,7	3,3	2,4	1,7
Deflator do consumo privado (%)	6,8	3,9	3,2	2	1,9
Euribor a 3 meses	0,3	3,3	3	2,5	–
Preço do gás natural (€/MWh)	100	59	50	50	50
Taxa das obrigações espanholas a 10 anos	2,2	3,5	3,6	3,8	–

Fonte: Programa de Estabilidade 2023-2026, Governo de Espanha.

Espanha: Programa de Estabilidade do Governo 2023-2026

Elementos-chave	% do PIB 2022	% do PIB 2023	% do PIB 2024	% do PIB 2026
Receitas públicas	43,0	43,4	43,3	43,8
Impostos indiretos (IVA...)	12,1	11,9	12,0	11,8
Impostos diretos	12,4	13,2	13,5	14,3
Impostos de capital	0,4	0,4	0,3	0,3
Contribuições sociais	13,6	13,9	14,0	14,0
Outros rendimentos *	4,6	4,0	3,5	3,4
Despesa pública	47,8	47,3	46,3	46,3
Remuneração assalariados	11,6	11,3	11,2	11,2
Prestações sociais (não em espécie)	17,2	17,7	17,6	17,7
Formação bruta de capital	2,8	2,7	2,6	2,4
Despesa em juros	2,4	2,4	2,6	2,9
Subsídios	2,0	1,8	1,3	1,4
Saldo público	-4,8	-3,9	-3,0	-2,5
Saldo primário	-2,4	-1,5	-0,4	0,4
Saldo cíclico	-1,0	-0,5	-0,1	0,1
Saldo estrutural	-3,6	-3,4	-2,9	-2,5

Nota: * Inclui os rendimentos de propriedade e as transferências de fundos europeus sem o NGEU.

Fonte: Programa de Estabilidade 2023-2026, Governo de Espanha.

aumentar nos próximos anos, apesar de o Programa não prever um aumento das taxas de imposto.

As despesas públicas diminuiriam gradualmente em percentagem do PIB, devido ao grande aumento do PIB nominal e a uma certa contenção das despesas, excluindo pensões e juros. Assim, as despesas públicas primárias (ou seja, excluindo os pagamentos de juros) diminuiriam de 45,4% do PIB em 2022 para 43,4% em 2026. É de salientar

o ajustamento (em percentagem do PIB) das remunerações dos trabalhadores, que passariam de 11,6% em 2022 para 11,2% em 2026, e dos subsídios, de 2,0% em 2022 (muito elevado devido ao subsídio de 20 cêntimos por litro de combustível, já retirado em 2023) para 1,4% em 2026. Em contrapartida, prevê-se que as despesas com pensões, ligadas por lei à evolução da inflação, cresçam mais rapidamente do que o PIB nominal em 2023 e a um ritmo semelhante em 2024-2026.

No que respeita à fatura de juros, uma variável fundamental para a sustentabilidade da dívida, o Programa de Estabilidade prevê que aumente moderadamente, para 2,9% do PIB em 2026 (2,4% em 2022), visto que o crescimento nominal do PIB e a elevada maturidade média da dívida espanhola limitarão aumento; este valor, no entanto, é já muito semelhante aos 3,0% de 2012. Estes valores baseiam-se no pressuposto de que a obrigação espanhola a 10 anos se situará entre 3,5% e 4,0% entre 2023 e 2025, refletindo o aumento das taxas de juro que se está a verificar. Não obstante, conforme o exercício de sensibilidade do próprio programa, com um aumento adicional da taxa de 120 p. b. em comparação com o cenário de base, a fatura de juros atingiria 3,6% do PIB em 2026 e o défice público situar-se-ia em 3,6% do PIB⁴ (em vez de 2,5% no cenário de base).

A dívida pública em percentagem do PIB diminuiria gradualmente, mas manter-se-ia em níveis elevados. Este valor diminuiria de 113,2% do PIB em 2022 para 106,8% em 2026. A maior parte do ajustamento deve-se ao crescimento do PIB em termos nominais.⁵

Por último, o défice estrutural registaria uma diminuição gradual. Passaria de 3,6% do PIB em 2022 para 2,5% em 2026, o que continua a ser um valor elevado. Esta trajetória descendente resultaria do aumento do peso das receitas fiscais e das contribuições sociais na economia e da retirada, a partir de 2024, das medidas de despesa devido à guerra na Ucrânia.

As contas públicas do futuro: uma comparação de 2026 com o mundo pré-pandémico

Uma sugestão de exercício é comparar a situação das contas públicas projetada pelo Governo para 2026 no Programa de Estabilidade com a do mundo pré-COVID. Assim, dois resultados fundamentais merecem ser destacados.

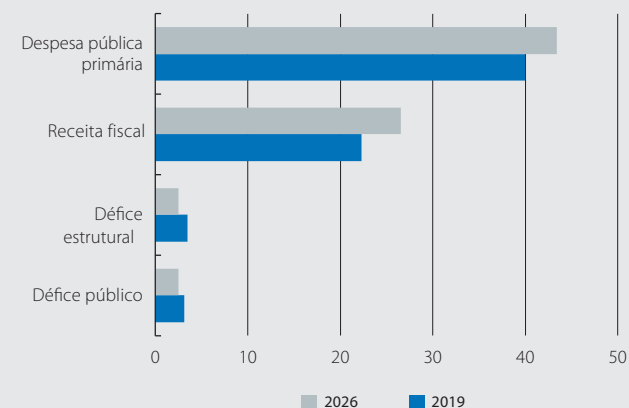
(i) Em 2026, o peso do sector público na economia será consideravelmente mais elevado do que em 2019; em particular, a despesa primária das administrações públicas (que exclui os pagamentos de juros) será superior em 3,4 p. p. em percentagem do PIB, implicando um aumento da des-

4. O défice público aumentaria automaticamente devido aos pagamentos de juros mais elevados e também porque este aumento da taxa teria um impacto negativo no crescimento do PIB, levando a menores receitas fiscais e a maiores apoios para atenuar o choque.

5. Em termos cumulativos, o programa prevê um crescimento nominal do PIB de 20,9% entre 2023 e 2026.

Espanha: comparação das contas públicas de 2026 e 2019

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Programa de Estabilidade 2023-2026 e 2021-2024.

pesa entre 2019 e 2026 de 40,6% (acima do crescimento nominal do PIB de 28,9%). Tal aponta para um salto estrutural nas despesas públicas devido a fatores como a indexação das pensões à inflação e o aumento sustentado das despesas de saúde.⁶

(ii) O Governo prevê que o aumento das receitas fiscais, na sequência do grande aumento da cobrança de receitas em 2021-2022, se consolide e aumente mesmo sem a necessidade de novas medidas fiscais. Por conseguinte, conforme o Programa de Estabilidade, as receitas fiscais em percentagem do PIB serão, em 2026, superiores em 5,2 p. p. às registadas em 2019, o que implica um aumento das receitas fiscais de 47,9% (acima do crescimento nominal do PIB de 28,9%). Em resumo, o Programa de Estabilidade espera que o dinamismo económico nos próximos anos facilite o ajustamento do défice público. No entanto, um défice de 2,5% do PIB não pode ser o objetivo final e será necessária uma nova redução do défice para que a política orçamental tenha maior margem de manobra. Não há dúvida de que um dia precisaremos de a utilizar novamente.

6. As prestações sociais, cuja principal componente é a despesa com pensões, parecem ter aumentado de forma permanente e serão 1,9 p. p. mais elevadas em percentagem do PIB em 2026 do que no período pré-pandémico.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Indústria									
Índice de produção industrial	8,8	2,8	4,3	4,6	0,9	1,6	4,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,9	0,4	-5,2	-5,4	-4,3	-3,2	-1,5	-5,2
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	51,3	49,0	48,4
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	-1,9	-3,4	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	29,0	33,6	23,0	17,3	10,1	7,4	...	...
Preço da habitação	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,8	312,5	208,8	129,8	...	...	...	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	55,9	51,0	50,8	56,3	59,4	57,9	56,7
Consumo									
Vendas a retalho	5,1	0,9	1,1	0,2	1,9	6,6	9,9	5,5	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	-10,3	3,1	2,6	45,5	66,1	8,2	8,3
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,0	-32,6	-28,1	-23,1	-24,5	-20,7	-21,2
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	3,0	3,1	4,0	2,6	1,4	1,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,8	12,9	12,5	12,7	12,9	...	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,5	3,9	4,8	3,5	2,7	...	2,7	3,0	2,9
PIB	5,5	5,5	7,7	4,8	2,9	3,8	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Inflação global	3,1	8,4	9,1	10,1	6,6	5,1	3,3	4,1	3,2
Inflação subjacente	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	7,5	6,6	6,1

Setor externo

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	20,5	20,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	24,0	24,0	...	...
Saldo corrente	11,5	7,8	7,8	6,1	7,8	22,9	22,9	...	...
Bens e serviços	17,9	18,7	14,7	14,4	18,7	35,2	35,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-6,4	-10,9	-7,0	-8,3	-10,9	-12,4	-12,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	22,4	19,7	19,5	18,0	19,7	36,2	36,2	...	...

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	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	03/23	04/23	05/23
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7	0,7	...	...
À vista e poupança	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,3	-1,7	-2,6	...
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-25,4	-19,2	-7,3	7,7	17,9	27,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	15,6	6,6	-3,2	7,4	9,6	8,4	...
TOTAL	6,7	5,2	6,0	5,4	3,2	2,1	1,3	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	-0,9	-1,0	-1,9	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	-1,0	-0,7	-2,2	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	-1,2	-1,7	-2,1	...
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-0,5	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	...
Administrações Públicas	15,3	0,2	1,9	-3,5	-1,1	-0,2	-0,4	-4,5	...
TOTAL	1,1	0,7	0,9	1,0	0,4	-0,9	-1,0	-2,1	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,3	3,5	4,1	3,8	3,7	3,5	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.

Baby-boomers: quem são e como se inserem na sociedade portuguesa?

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, em 1945, e o período de reconstrução e prosperidade que se seguiu, viveu-se, nalguns países industrializados, um aumento expressivo da natalidade, um fenómeno denominado «*baby boom*». Assim, às pessoas que nasceram entre 1946 e 1964¹ chamamos «*baby boomers*». Esta geração é muitas vezes classificada como uma geração que valoriza o coletivismo, para a qual o trabalho árduo e o sacrifício são necessários para atingir o sucesso, com apreço pelo compromisso (o que justificará a estabilidade e o mesmo emprego para toda a vida), relacionada também com os movimentos pelos direitos humanos.

No entanto, Portugal terá passado ao lado deste fenómeno. Esta ideia é defendida por alguns especialistas, o próprio INE e corroborada pelos dados estatísticos. De facto, analisando o primeiro gráfico, verifica-se que as taxas de natalidade já eram elevadas no nosso país antes da Segunda Guerra Mundial e que, mesmo depois disso, registaram níveis semelhantes aos verificados, por exemplo, nos EUA, que vivenciou o fenómeno dos *baby boomers*. A não participação de Portugal na Segunda Guerra Mundial, a par do subdesenvolvimento vivido na época podem explicar a ausência deste fenómeno no nosso país.²

Ainda assim, vamos assumir que o grupo de pessoas nascidas entre 1945 e 1964 é o grupo etário em Portugal que mais se aproxima ao fenómeno dos *baby boomers*, período semelhante ao dos países que efetivamente experienciaram este fenómeno. Se olharmos para o primeiro gráfico, é o período onde há uma estabilidade da taxa bruta de natalidade, depois de um período de queda. A partir de 1964, a taxa de natalidade assume uma trajetória clara de declínio. Assim, esse grupo etário será a base da nossa análise neste dossier, dividido por quatro artigos, sendo este o primeiro deles. No entanto, e perante a dificuldade de informação estatística, por diversas vezes teremos de apresentar dados para um grupo etário diferente deste.

Caracterização dos *baby boomers*: quem são, o que fazem e como está a sua saúde?

Os *baby boomers* portugueses serão as pessoas com idades compreendidas entre os 59 e os 78 anos. Em 2021, representavam cerca de 24% da população residente nacional,³ ou seja, quase ¼ da população. A larga maioria tinha concluído apenas o ensino básico (cerca de 70%)⁴ e quase 70% são casados. Têm maior peso em Bragança (onde representam 31% da população), Guarda (31%) e Vila Real (30%), enquanto Braga (22%), Lisboa (21%), Região Autónoma dos Açores (19%) e da Madeira (22%) destacam-se com os menores pesos.

Cerca de 18% dos *baby boomers* ainda estarão a trabalhar,⁵ o que representava cerca de 10% da população empregada em 2021, sendo a larga maioria trabalhadores por conta de outrem. A sua presença destaca-se na Administração Pública, defesa & Segurança Social (cerca de 11% dos *baby boomers* trabalhavam neste sector em 2021), Educação (11%), Comércio & reparação de veículos (9%), Atividades de saúde humana (6%), Promoção imobiliária & construção de edifícios (6%) e Agricultura & produção animal (5%). Ainda assim, quando se olha para o peso dos *baby boomers* no emprego de cada sector, verificam-se algumas situações preocupantes, considerando a aproximação à reforma destas pessoas: por exemplo, 20% dos empregados no sector da agricultura & produção animal são *baby boomers*, uma percentagem que atinge os 15% na educação. Por sua vez, pouco mais de 1% estava desempregado (o equivalente a cerca de 8% da população desempregada).

1. O período temporal varia ligeiramente entre os vários estudos e entre os países. Por exemplo, alguns países tiveram um período mais curto e o *baby boom* terá terminado no início da década de 1950 (caso da Finlândia), mas noutros (como EUA e França), o período foi mais longo, inicia-se em meados da década de 1940 e termina em meados da década de 1960. Para mais informações, ver, por exemplo, Leach, R. et al. (2013). «*Baby boomers, consumption and social change: The bridging generation?*». *International Review of Sociology*. 23. 10.1080/03906701.2013.771053.

2. Para mais informações, ver «Por que passou Portugal ao lado do *baby boom*», *Jornal Público* (2006).

3. O peso da população estrangeira que se encontra neste grupo etário e a viver em Portugal é de cerca de 0,6% da população residente total em 2021 (Censos 2021). A maioria da análise aqui apresentada é feita com base na população residente total, já que nem sempre é possível retirar a população residente estrangeira.

4. Perante ausência de informação, apenas foi considerado o grupo etário dos 60 aos 74 anos.

5. Devido à ausência de informação mais desagregada, para as estimativas deste parágrafo consideramos a população com mais de 60 anos.

Taxa bruta de natalidade: Portugal vs EUA



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

Apesar de não haver muita informação que nos permita caracterizar a situação financeira dos *baby boomers* portugueses, sabemos que a grande maioria tem como fonte de rendimento a reforma (cerca de 66% em 2021⁶), seguido pelo rendimento obtido pelo trabalho (cerca de 20%, em linha com a percentagem dos que ainda trabalham). Ao mesmo tempo, representavam, em 2021, a grande fatia de pensões de velhice pagas pela Segurança Social (cerca de 78%). Não sabemos a pensão média recebida por este grupo etário; sabemos apenas que o valor médio da pensão de velhice em dezembro de 2021 era de 508,63 euros por mês⁷ e que, em 2020, a larga maioria dos pensionistas da Segurança Social estava no escalão dos 275,3 aos 438,8 euros mensais.⁸

No que diz respeito à riqueza,⁹ sabemos também que quase 80% das famílias no grupo etário dos 55 aos 64 anos e dos 65 aos 74 anos era proprietária da sua residência principal e cerca de 35% tinha ainda outros bens imobiliários em 2017. No que toca ao montante de ativos financeiros, o grupo dos 55-64 anos tinha a larga maioria em depósitos a prazo (cerca de 55%), seguindo-se os depósitos à ordem (16%) e os planos voluntários de pensões (11%); já o grupo etário seguinte (65-74 anos), tinha mais de 63% em depósitos a prazo, 14% em depósitos à ordem e 12% em ativos transacionáveis (este é, aliás, o grupo etário que tinha a maior percentagem de ativos transacionáveis nesse ano). Relativamente às dívidas, 46% das famílias no grupo etário dos 55 aos 64 anos tinham dívidas (sendo 63% desta a hipoteca da residência principal e 26% a hipoteca de outros imóveis), uma percentagem que cai para 23% no grupo etário dos 65 aos 74 anos (onde a hipoteca da residência principal representa 53% do valor das dívidas, 26% são relativos a outros imóveis e quase 20% são empréstimos não garantidos por imóveis).

De uma perspetiva mais negativa, estima-se que cerca de 20% dos *baby boomers* estivesse em risco de pobreza ou exclusão social em 2021, representando também 20% do total de pessoas em risco de pobreza. De igual modo, estimamos que, em 2021, cerca de 15% dos *baby boomers* estivesse numa situação de privação material e social,¹⁰ e que cerca de 7% estava em privação severa.

Por fim, a maioria dos *baby boomers* fazia uma avaliação razoável da sua saúde em 2021,¹¹ ainda que cerca de 60% tenha uma doença ou problema de saúde prolongado e quase 80% tomasse, em 2019, algum medicamento prescrito. Ainda assim, a larga maioria (cerca de 70%) não apresentava qualquer dificuldade nas atividades domésticas e de cuidado pessoal em 2019, mas cerca de 15% apresentava já dificuldades severas.

Vânia Duarte

6. Neste caso, considerando a informação disponível, assumiu-se apenas o grupo etário dos 60 aos 74 anos.

7. De acordo com o documento Orçamento de Estado 2023 – Elementos informativos e complementares.

8. Para mais informação, ver notícia do Expresso, de dia 16/09/2022, com o título «O retrato do pensionista médio em Portugal: 75 anos de idade, 28 de descontos, 490 euros de reforma».

9. Riqueza corresponde à soma dos ativos financeiros e reais, deduzida das dívidas. Esta informação tem por base a informação por grupo etário disponível no Inquérito à Situação Financeira das Famílias de 2017. O ISFF de 2020 não apresenta dados desagregados por grupo etário.

10. Não sendo possível ter acesso à taxa de privação material e social para o grupo etário dos *baby boomers*, estimámos uma percentagem com recurso às taxas de privação para o grupo de indivíduos com mais de 60 anos e com mais de 75 anos, recorrendo aos dados do Eurostat.

11. Neste caso, por ausência de informação mais desagregada, considerou-se o grupo etário dos 55 aos 74.

Qual o impacto dos *baby boomers* nas pensões em Portugal?

Vimos, no artigo anterior, que uma grande parte do que denominamos neste Dossier como *baby boomers* já está reformada, mas que cerca de 18% está ainda empregada e deverá reformar-se nos próximos anos. Neste artigo, vamos tentar perceber o impacto dos *baby boomers* reformados nas pensões de velhice e qual poderá ser o impacto adicional resultante da passagem à reforma dos *baby boomers* que ainda estão a trabalhar. Todo o exercício é baseado em pressupostos simples, mas ajuda-nos a ter uma ideia global do impacto deste grupo etário no sistema público de pensões de reforma em Portugal. Mas antes de avançar, importa explicar brevemente o funcionamento do sistema público de pensões.

Como funciona o sistema público de pensões em Portugal?

Quando começamos a trabalhar, começamos a descontar para a Segurança Social, e isto é, atualmente, transversal aos trabalhadores do sector privado e do sector público. Destacamos o «atualmente», porque até 2005 (inclusive), os trabalhadores da Administração Pública e trabalhadores equiparados descontavam para a Caixa Geral de Aposentações (CGA);¹ a partir de 2006, a CGA deixou de aceitar novas subscrições e os novos trabalhadores passaram a descontar para a Segurança Social.

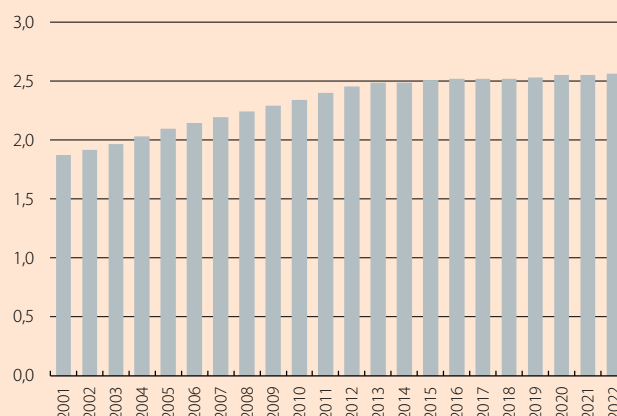
Assim, os trabalhadores descontam 11% do rendimento bruto mensal e as empresas descontam 23,75%. Estes descontos servem não só para pagar as pensões, como também outras prestações, como o subsídio de desemprego, doença ou licenças parentais. No entanto, estas contribuições não servem para pagar as pensões dos trabalhadores atuais quando estes se reformarem; o sistema de pensões em Portugal baseia-se no princípio da solidariedade intergeracional (também conhecido por sistema de repartição), o que implica que os descontos dos trabalhadores no ativo servem para pagar as pensões das pessoas que estão reformadas neste momento.

Este tema assume especial importância quando falamos do envelhecimento da população portuguesa, num contexto de reduzida natalidade e elevada esperança média de vida. Esta junção de fatores coloca desafios quanto à sustentabilidade do sistema de pensões em Portugal e que já foi objeto de várias alterações, nomeadamente com a introdução de um fator de sustentabilidade, que penaliza as reformas antecipadas.² Adicionalmente, todos os anos, é determinada, em função da esperança média de vida aos 65 anos, a idade a partir da qual um indivíduo se pode reformar sem penalização. Para 2024, por exemplo, a idade legal da reforma será de 66 anos e 4 meses, inalterada face a 2023.

Qual o impacto dos *baby boomers* nas pensões de velhice atuais e futuras?

No final de 2022, foram pagas mais de 2.560.000 pensões de velhice pela Segurança Social e CGA,³ tal como é possível ver no primeiro gráfico, o que equivale a cerca de 26% da população residente nacional. Não sendo possível ter a desagregação por grupo etário relativa a 2022, estimamos que cerca de 77% das pensões de velhice pagas em 2021 eram relativas a *baby boomers* (ver segundo gráfico). Outro dado importante, e olhando para a execução orçamental da Segurança Social, sabemos que as pensões de velhice

Número de pensões de velhice pagas *
(Milhões)



Nota: * Inclui pensões pagas pela CGA a Segurança Social. Não inclui pensões por reforma antecipada.

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

1. De acordo com informação da CGA, «os subscritores da CGA são fundamentalmente funcionários e agentes administrativos (civis e militares) da Administração Pública Central, Local e Regional, professores do ensino particular e cooperativo e trabalhadores de algumas empresas públicas e sociedades anónimas de capitais públicos (ex-empresas públicas).»

2. O fator de sustentabilidade foi implementado em 2007 e depende da esperança de vida aos 65 anos, ou seja, do número médio de anos que um indivíduo com 65 anos ainda pode viver. Assim, todos os anos, é definida esta penalização que, em 2023, é de 13,83%. Para além disso, quem se quiser reformar antes da idade legal terá ainda de enfrentar um corte de 0,5% na pensão mensal por cada mês de antecipação. No entanto, há exceções à aplicação do fator de sustentabilidade, como por exemplo, no caso das carreiras contributivas longas (indivíduos com ≥ 60 anos e carreira contributiva ≥ 48 anos e ≥ 60 anos e carreira contributiva ≥ 46 anos, desde que tenha começado a descontar antes dos 17 anos).

3. Estes valores não incluem as pensões por reforma antecipada, uma vez que os últimos dados conhecidos dizem respeito a 2021. Nesse ano, o número total de reformas pagas atingiu quase 2.690.000, o que equivale a cerca de 27% da população portuguesa residente. Em 2022, o número total de pensões atingiu quase 3.640.000 se incluirmos as pensões de invalidez e de sobrevivência pagas pela Segurança Social e CGA.

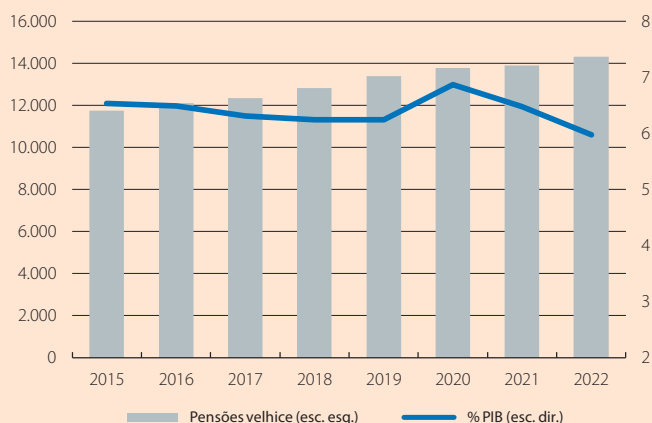
representavam, em 2022, cerca de 6% do PIB e 46% da despesa total da Segurança Social (ver terceiro gráfico). Do lado da CGA, estimamos que o encargo total com pensões de velhice tenha rondado os 4% do PIB.⁴ Neste contexto, estimamos que o montante pago em pensões de velhice a *baby boomers* poderá ter sido de cerca de 8% do PIB em 2021.

É possível saber ainda que, no caso dos pensionistas da Segurança Social, a reforma média mensal rondaria os 420 euros em 2021,⁵ e que cerca de 72% recebiam um montante mensal inferior ao salário mínimo nacional. A idade média de reforma dos novos pensionistas foi de 64,7 anos, em comparação com os 62,3 anos há 10 anos atrás. Já no que diz respeito à CGA, a idade média de reforma foi 65,1 anos em 2021 (65,2 em 2022), face a 59,9 anos em 2011. No que diz respeito à pensão média, em 2021, terá sido de 1.352 euros. Mais concretamente, em termos de escalões, cerca de 20% dos reformados da CGA recebia menos do que 500 euros, 26% recebia entre 500 e 1.000, 16% entre 1.000 e 1.500 euros mensais e 38% recebiam mais do que 1.500 euros.

Despesas da Seg. Social com pensões de velhice

(Milhões euros)

(% PIB)

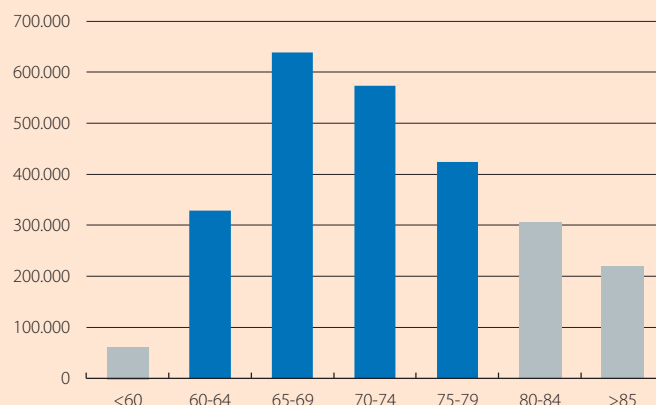


Nota: Com base na execução orçamental da Segurança Social (contabilidade pública).

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

ainda que contar com a incidência de mortalidade sobre os já reformados. Não deixa, ainda assim, de ser um exercício importante para percebermos a dimensão deste fenómeno no sistema de pensões português.

Número de indivíduos reformados, por grupo etário (Número)



Nota: Valores relativos a 2021. Não há informação desagregadora para a CGA para 2021, pelo que os valores usados são estimativos BPI Research.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da Pordata e CGA.

Perante estes dados, qual o impacto que a entrada na reforma dos *baby boomers* que ainda estão a trabalhar pode ter no sistema de pensões em Portugal? Assumindo que daqui a 10 anos os *baby boomers* que ainda estão no mercado de trabalho passam à reforma e num pressuposto muito simplista de que as reformas médias auferidas em 2021 se mantêm, estimamos que o impacto adicional nos encargos com as pensões de velhice rondará os 1,8% do PIB. Se assumirmos que a reforma média mensal vai ser atualizada, em cada um dos anos, à taxa de inflação esperada, o impacto poderia ir de 2,1% a 2,3% do PIB. Considerando que o montante atual pago em pensões de velhice ronda os 10% do PIB, a reforma de todos os *baby boomers* implicaria um aumento deste encargo para níveis em torno dos 12% do PIB.

Importa chamar novamente à atenção para o facto de este exercício ser muito simplista, porque não é certo que todos os *baby boomers* atualmente a trabalhar cheguem à reforma e há

Vânia Duarte

4. Estimativa para 2021, considerando o número de pensionistas inscritos na CGA nesse ano e a pensão média mensal recebida.

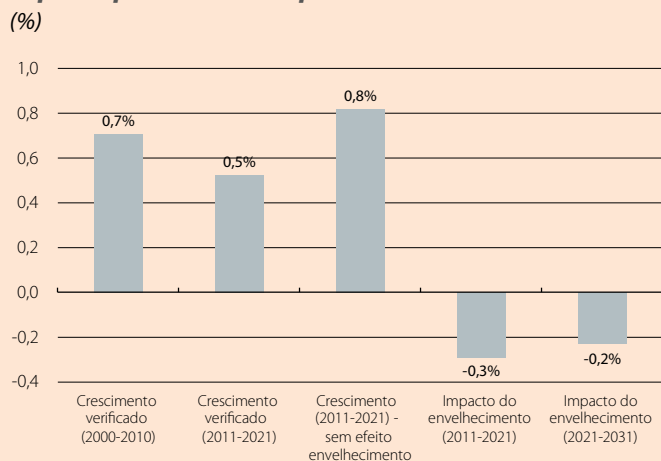
5. Considerando o valor médio anual divulgado pela Pordata (de 5.883,6 euros em 2021) e dividido por 14 meses.

O impacto macroeconómico das reformas dos *baby boomers*: alguns tópicos para discussão

Nos outros artigos deste Dossier caracterizámos a geração dos *baby boomers* em termos demográficos e socioeconómicos, mas também as principais implicações que se podem antever no sistema de pensões. Pretendemos agora dar uma visão mais abrangente, em termos macroeconómicos, dos principais efeitos associados à reforma desta geração.

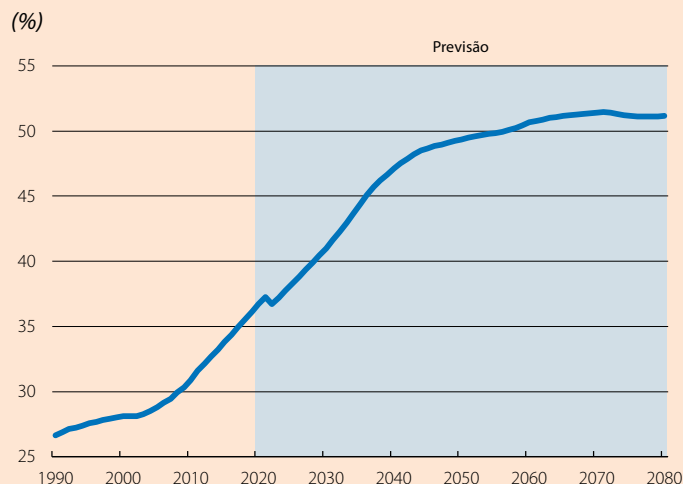
Já em edições anteriores do documento de Informação Mensal nos debruçámos sobre o impacto do envelhecimento da população sobre o crescimento económico:¹ apurámos uma elasticidade do crescimento económico em relação ao envelhecimento medido pelo rácio de envelhecimento² (cuja evolução passada e prevista se apresenta no primeiro gráfico). Face às datas de nascimento que definimos para a geração de *baby boomers* em Portugal, a maioria já se reformou na última década, mas há ainda uma parte significativa que se reformará na próxima. Deste modo, com base no cenário central do INE de projeções para a população residente, conseguimos expurgar qual terá sido o efeito no PIB per capita da reforma desses *baby boomers* nos últimos 10 anos, e, qual será nos próximos 10.³ Como podemos verificar na segunda imagem, estimamos que entre 2011 e 2021 o impacto anualizado no crescimento do PIB per capita do envelhecimento/reforma desta população tenha sido na ordem dos -0,3 p. p., significando isto que durante este período o crescimento médio anual poderia ter atingido os 0,8% em lugar dos 0,5% verificados. Para a década entre 2021 e 2031 esperamos impacto negativo, mas mais ligeiro: -0,2 p. p. Um estudo do Banco de Portugal⁴ também aponta para um efeito negativo: estimam que a evolução demográfica por si só represente uma quebra acumulada do PIB per capita de -19,7 p. p. entre 2016 e 2050. Tendência que só parcialmente será atenuada pelo efeito de crescimento da escolaridade e por conseguinte do capital humano. Em suma, um aumento global da produtividade acompanhado de reformas legislativas (apoio à natalidade, atração de trabalhadores do exterior, políticas de emprego com alargamento da vida ativa) serão a chave para limitar o efeito negativo sobre o crescimento das reformas da geração *baby boomers*.

Portugal: crescimento médio anual do PIB per capita e previsão do impacto do envelhecimento



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

Rácio de envelhecimento



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

Também ao nível do consumo se antecipam mudanças. A passagem dos *baby boomers* da condição de empregado para a condição de reformado tem duas consequências principais neste campo. Primeiro, uma redução do consumo em termos absolutos. Um nível mais elevado de poupança durante a vida ativa poderá permitir alisar o consumo durante o período de reforma. Contudo, em Portugal, as despesas anuais médias de um agregado cujo indivíduo de referência é reformado são 30% inferiores face a um agregado em que o indivíduo de referência está empregado.⁵ Em segundo lugar, ocorre uma reconfiguração do cabaz de compras. Há, por exemplo, um aumento extraordinário do peso das despesas com Saúde (de 4,4% para 8%) e uma redução do peso com despesas como o Ensino, Vestuário e calçado, Transportes, Ensino, e, Restaurantes e hotéis (terceiro gráfico).

Também ao nível do consumo se antecipam mudanças. A passagem dos *baby boomers* da condição de empregado para a condição de reformado tem duas consequências principais neste campo. Primeiro, uma redução do consumo em termos absolutos. Um nível mais elevado de poupança durante a vida ativa poderá permitir alisar o consumo durante o período de reforma. Contudo, em Portugal, as despesas anuais médias de um agregado cujo indivíduo de referência é reformado são 30% inferiores face a um agregado em que o indivíduo de referência está empregado.⁵ Em segundo lugar, ocorre uma reconfiguração do cabaz de compras. Há, por exemplo, um aumento extraordinário do peso das despesas com Saúde (de 4,4% para 8%) e uma redução do peso com despesas como o Ensino, Vestuário e calçado, Transportes, Ensino, e, Restaurantes e hotéis (terceiro gráfico).

1. Ver o artigo do IM04 de 2020 «O impacto do envelhecimento no crescimento económico em Espanha e Portugal».

2. O rácio entre o número de pessoas com 60 ou mais anos e o número de pessoas com 20 ou mais anos.

3. Definimos os últimos 10 anos no horizonte entre 2011 e 2021 (último ano com dados sobre a população residente que não são projeção) e os próximos 10 entre 2021 e 2031.

4. Artigo «Qual é o papel da demografia e da educação no crescimento da economia portuguesa?» integrado no documento «O crescimento económico Português – Uma visão sobre questões estruturais, bloqueios e reformas», Departamento de Estudos Económicos, outubro 2019.

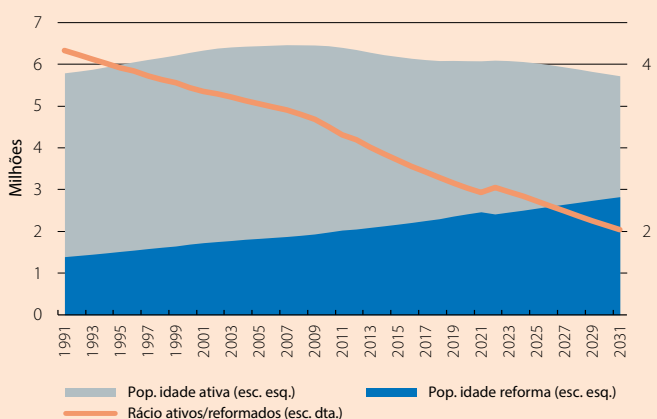
5. De acordo com o último Inquérito às Despesas das Famílias do INE (2015/2016).

No mercado de trabalho, e regressando às projeções de população do INE; assumindo que os restantes *baby boomers* se reformam até 2031 (quando os mais novos deste grupo perfazem 67 anos) espera-se uma diminuição não despidianda da população ativa.⁶ Em termos absolutos entre 2021 e 2031 a população ativa diminuiria em mais de 350 mil pessoas, o que à escala nacional é muito significativo – só existem atualmente três municípios do país com população superior a 300 mil pessoas. Em 1990 existiam 4,3 pessoas em idade ativa para cada uma em idade de reforma, em 2021 este número desce para 2,5 e em 2031 prevê-se que diminua para 2,0 (quarto gráfico). Como vimos, na ausência de aumento de produtividade, escassez de recursos humanos e uma economia menos dinâmica com menor investimento e inovação, pois, por natureza: nas faixas etárias mais velhas há uma maior preocupação em preservar a riqueza (por forma a subsistir durante o período de reforma), do que em gerar riqueza. Se olharmos para as projeções do INE sem o efeito dos fluxos migratórios o panorama agrava-se: a redução de população ativa entre 2021 e 2031 seria muito mais expressiva, cerca de 600 mil pessoas.⁷

Já no que podemos esperar ao nível da inflação o resultado não é claro e a literatura económica diverge. Por um lado, uma população mais envelhecida significa uma menor procura agregada, logo, menor pressão sobre os preços. Há autores que discutem também que pode haver pressão política nas autoridades monetárias por parte da população votante: os mais jovens, que são mutuários, preferem mais inflação porque isso reduz o peso real da sua dívida, enquanto que os mais velhos preferem menos inflação para preservar o valor dos seus ativos.⁸ Ou seja, envelhecimento da população poderia traduzir-se em pressão política sobre a ação das autoridades monetárias mais de encontro à preferência da população mais velha. Por outro lado, as pressões inflacionistas poderão emergir quanto maiores forem as fatias da população que consomem e não produzem.⁹ A reforma dos *boomers* resultaria assim numa maior fatia da população que consome e não produz gerando desequilíbrios entre oferta e procura agregadas que culminariam em aumentos de preços; e, num aumento da pressão para subir salários da

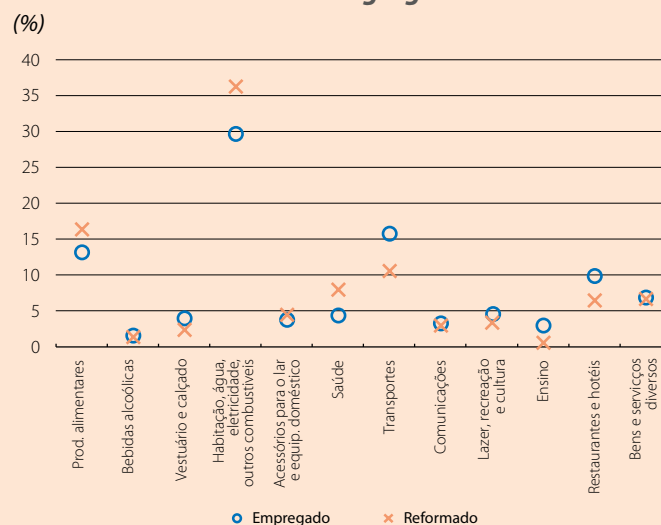
População em idade ativa, idade de reforma e rácio ativos/reformados

Número



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

Repartição da despesa anual por condição do indivíduo de referência do agregado



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

Como vimos, os efeitos económicos da reforma dos *baby boomers* vão continuar a materializar-se, pelo menos na próxima década, mas também podem trazer consigo oportunidades. Para além das políticas públicas de aumento da natalidade, da imigração (atração de recursos humanos qualificados), do aumento de produtividade e de prolongamento da vida profissional; outras oportunidades surgem com o crescimento da *silver economy*: novos negócios que atendam às necessidades dos idosos e das suas famílias, com produtos e serviços adaptados nas mais variadas áreas.

Tiago Belejo Correia

6. Para dar uma melhor panorâmica deste universo optámos por considerar «população ativa» a que tem idade entre 20 e 64 anos e reformados aqueles de idade maior ou igual a 65 anos. No INE o conceito de população ativa é dos 16 aos 89 anos.

7. Quebrando a tendência que ocorreu entre 2011 e 2016, a partir de 2017 o saldo migratório em Portugal é positivo. Ver o documento do Alto Comissariado para as Migrações: Oliveira, Catarina Reis; «Indicadores de integração de imigrantes: relatório estatístico anual 2021».

8. Ver Bullard, J., Carlos Garriga, e Christopher J. Waller (2012), «Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation» Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 419-439.

9. Ver Juselius, M., Takáts, E., «The Enduring Link between Demography and Inflation» (2018). BIS Working Paper No. 722.

Como foi assegurada a sustentabilidade noutros sistemas de pensões?

Reformar o sistema de pensões para melhorar a sua sustentabilidade é um grande desafio em toda a Europa, num contexto caracterizado pela reforma de uma geração tão numerosa como a dos *baby boomers*. Embora os economistas disponham dos instrumentos necessários para avaliar se uma reforma pode melhorar a sustentabilidade, a incerteza quanto ao futuro é elevada.¹ Neste artigo, exploramos algumas reformas dos sistemas de pensões noutros países que, de acordo com a literatura económica e várias organizações internacionais, resistiram melhor a esta incerteza.

Começamos por refletir sobre a forma de avaliar a sustentabilidade de um sistema de pensões. Um sistema público de pensões é sustentável, tal como definido pelo FMI,² se, conforme as políticas atuais, as projeções demográficas e um cenário macroeconómico conservador, puder financiar as despesas com pensões nas próximas décadas sem sobrecarregar as contas públicas e, por conseguinte, sem comprometer a estabilidade macroeconómica. Por outras palavras: o objetivo é equilibrar, a médio prazo, as receitas que financiam as prestações e as despesas. Tanto a trajetória das receitas como a das despesas têm de ser adaptadas.

Começando pelo lado da despesa, existem quatro alavancas principais para manter as despesas com pensões contidas. Desta forma, em função das variáveis que a afetam, podemos classificá-las da seguinte forma: uma alavanca demográfica (que diz respeito ao rácio entre a população acima da idade da reforma e a população com mais de 16 anos); outra sobre o rácio de cobertura (o rácio entre o número de pensionistas e a população acima da idade da reforma); uma terceira variável relacionada com a saúde do mercado de trabalho, refletida na taxa de emprego (o número de empregados entre a população com 16 anos ou mais), e uma última relacionada com a dimensão relativa das pensões (geralmente medida pela taxa de substituição): O rácio entre a pensão média e o salário médio).³ Estas alavancas estão inter-relacionadas e criam alianças, pelo que é fundamental avaliar o impacto da atuação em cada uma delas isoladamente ou em conjunto.

As duas primeiras alavancas, a demografia e a cobertura do sistema, são complementares. Embora existam múltiplas formas de o fazer, tendo em conta as ambições e os constrangimentos de um Estado-providência moderno (entre os primeiros, a aspiração de ajudar todas as pessoas dependentes; e, entre estes últimos, a dificuldade de promover a natalidade e o efeito retardado de o conseguir), a forma de o fazer mais rapidamente e com maior certeza é através de alterações na idade da reforma. Aumentá-lo significa equilibrar a balança entre trabalhadores e pensionistas. Além disso, esta medida melhora a equidade intergeracional em sociedades como as do Ocidente, onde a esperança de vida aumentou e a taxa de natalidade diminuiu consideravelmente.

Alguns países vizinhos recalibraram automaticamente a idade da reforma em função da esperança de vida. Especificamente, em 7 dos 38 países da OCDE, todos eles europeus (ver o primeiro quadro).⁴ Em quatro deles (Dinamarca, Estónia, Grécia e Itália), a reper-

Idade da reforma associada à esperança de vida em sete países da OCDE

	Aumento da idade da reforma em função do aumento da esperança de vida	Necessidade de aprovação parlamentar para o aumento da idade da reforma	Regra baseada na esperança de vida à idade de:	Anos entre revisões da idade da reforma	Prazo entre a fixação da nova idade de reforma e a sua entrada em vigor	Aumento mínimo por revisão da idade da reforma	Aumento máximo por revisão da idade da reforma	A idade da reforma diminui se a esperança de vida diminuir
Dinamarca	1	•	60	5	15 anos	6 meses	1 ano	
Estónia	1		65	1	2 anos	1 mês	3 meses	•
Finlândia	2/3		65	1	3 anos	1 mês	2 meses	•
Grécia	1		65	3	Máx. 1 ano	Não	Não	•
Itália	1		65	2	2 anos	1 mês	3 meses	
Países Baixos	2/3		65	1	5 anos	3 meses	3 meses	
Portugal	2/3 *		65	1	2 anos	1 mês	Não	•

Nota: * Para uma pessoa com mais de 40 anos de contribuições, a idade normal de reforma aumenta apenas em metade da esperança de vida.

Fonte: BPI Research, de 2021 *Pensions at a Glance da OCDE*

1. Ver o artigo «Reformar o sistema de pensões: para a procura da sustentabilidade» no presente *Relatório Mensal*.
2. Ver «Technical Notes and Manuals», IMF Engagement on Pension Issues in Surveillance and Program Work, Fiscal Affairs Department and Strategy, Policy, and Review Department, TNM/2022/004.
3. Ver, entre outros, o *2021 Ageing Report da Comissão Europeia*, ou o *Pension's at a Glance 2021*, da OCDE. Neste artigo, segue-se a análise do artigo seguinte: Martín M. A. e Ramos, R. (2023), *El Gasto en pensiones en España en comparativa europea*, Boletín Económico del Banco de España, 2023/T1, 09.
4. Ver *Pensions at a Glance 2021*, da OCDE.

Reavaliação das pensões na Europa com base em regras automáticas ligadas à evolução do mercado de trabalho ou à demografia

País	Variável subjacente à regra	Peso da variável subjacente na reavaliação (%)
Estónia	Receitas de contribuições	80% (+20% inflação)
Grécia	PIB nominal	É a menor das duas opções: inflação ou 50% inflação+50% crescimento do PIB nominal
Lituânia	Massa salarial	100%
Portugal	PIB real	Deve situar-se entre uma inflação de -0,75% e uma inflação de +20% do crescimento do PIB real
Alemanha	Rácio entre contribuintes e pensionistas	Parcial (também dependente do crescimento salarial e de alterações nas taxas de contribuição)
Suécia	$(1+\text{crescimento do salário nominal médio})/1,016$	100% na ausência de desequilíbrios financeiros no sistema de contas nacionais do sistema de pensões *

Nota: * As contas fictícias são um sistema de repartição em que as pensões são calculadas com base nas contribuições acumuladas, nos rendimentos e na esperança de vida.

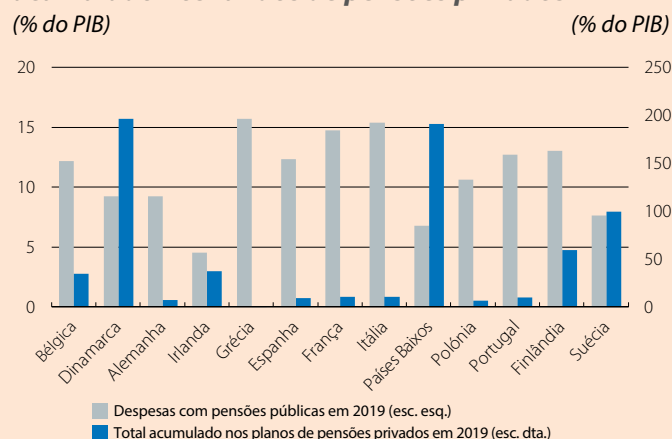
Fonte: BPI Research, de 2021 Pensions at a Glance da OCDE

cussão do aumento é completa – ou seja, por cada ano que a esperança de vida aumenta, a idade da reforma é adiada no mesmo montante – e nos outros três (Finlândia, Países Baixos e Portugal), é atenuada – por cada ano que a esperança de vida aumenta, a idade da reforma é adiada oito meses. O funcionamento da regra é semelhante nos sete países: de tempos a tempos, a idade da reforma é revista em função da evolução da esperança de vida aos 65 anos. Por outro lado, como o aumento da esperança de vida num país não é igual para todos os grupos socioeconómicos, um aumento homogéneo da idade da reforma tem necessariamente um impacto redistributivo. O sistema de pensões dinamarquês tentou atenuar este problema, por exemplo, oferecendo um suplemento financeiro à pensão pública para os pensionistas menos ricos (porque trabalharam menos anos ou receberam salários mais baixos); como na Dinamarca o sistema público de pensões visa garantir um nível mínimo de rendimento a todos os pensionistas, este suplemento serve para compensar aqueles que, estatisticamente, tendem também a ter uma esperança de vida mais curta.⁵

Ainda no que respeita às políticas de despesa, as alavancas relacionadas com a dimensão das pensões e o mercado de trabalho são também complementares. O carácter sustentável do sistema de pensões depende, em grande medida, da relação entre as pensões públicas e o nível salarial da economia; mas também de algumas políticas do mercado de trabalho, como as que promovem o emprego e a produtividade. A sustentabilidade é assim reforçada quando as pensões não crescem acima dos salários e melhora à medida que a economia cria mais empregos (por sua vez, quanto mais produtivos, melhor). Para tal, cerca de seis países da UE associam automaticamente a reavaliação das pensões a variáveis macroeconómicas relacionadas com a evolução do mercado de trabalho ou a variáveis demográficas (ver segundo quadro). Em particular, na Estónia, o aumento das pensões depende em parte do aumento do rendimento das contribuições sociais; na Grécia, dependem em parte do crescimento do PIB nominal; na Lituânia, dependem inteiramente do crescimento da massa salarial, e em Portugal, em parte, do crescimento do PIB real. Em contrapartida, a Alemanha fixa a pensão inicial e as revalorizações com base num sistema de pontos que tem em conta o crescimento dos salários, a evolução da taxa de contribuição e a evolução do rácio pensionistas/contribuintes, enquanto a Suécia revaloriza anualmente as pensões com base no crescimento médio dos salários nominais, desde que este seja superior a 1,6% (se for inferior, as pensões diminuem), embora proceda a um ajustamento em caso de desequilíbrio no balanço atuarial do sistema. Além disso, na Finlândia e em Portugal, o montante da pensão inicial está automaticamente ligado à evolução dos dados relativos à mortalidade e à esperança de vida, respetivamente.

Uma outra alavanca utilizada em muitos países para atenuar as pressões sobre os sistemas públicos de pensões consiste em completar estes últimos com sistemas complementares privados, quer sejam empresariais ou pessoais.⁶ Em particular, como

Europa: despesas públicas com pensões e total acumulado nos fundos de pensões privados



Nota: Dados dos fundos de pensões da Dinamarca relativos a 2018 (últimos dados disponíveis).

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Ageing Report 2021 para as pensões públicas e do Banco Mundial para os planos de pensões privados.

5. Ver Weber, SR., Loichinger, E. «Live longer, retire later? Developments of healthy life expectancies and working life expectancies between age 50-59 and age 60-69 in Europe», Eur J Ageing 19, 75-93 (2022); Álvarez, J.- A., Kallestrup-Lamb, M. e Kjærsgaard, S. (2021). «Linking retirement age to life expectancy does not lessen the demographic implications of unequal lifespans», Insurance: Mathematics and Economics, 99, pp. 363-375.

6. Para mais pormenores sobre o pilar da poupança privada, ver o artigo «Como fazer com que os nossos preconceitos cognitivos funcionem a favor do aumento da poupança privada nas pensões» deste Relatório Mensal.

mostra o gráfico, economias como a Dinamarca e os Países Baixos têm despesas públicas com pensões em percentagem do PIB, inferior à dos países do Sul da Europa, mas, por outro lado, as contribuições para os regimes de pensões privados são muito mais elevadas em percentagem do PIB. Nestes países, como a participação num fundo de pensões privado é quase obrigatória por lei, entre 93% e 100% das pessoas em idade ativa têm um fundo de pensões privado. Além disso, as pensões públicas nos Países Baixos e nas economias escandinavas são geralmente mais baixas em relação aos salários do que nos países do Sul da Europa. No entanto, com as poupanças na despesa pública que conseguem nesta vertente, podem também proporcionar redes de segurança alargadas na velhice e suplementos de pensão mais elevados para as pessoas com menos recursos. Em geral, estes sistemas provaram ser eficazes na redução da despesa pública, bem como da desigualdade e da pobreza na velhice.⁷

Em termos das receitas que financiam os sistemas de pensões, é crucial ter em conta que aumentos semelhantes de receitas podem ser conseguidos de diferentes formas, o que, por sua vez, terá diferentes impactos na economia. O financiamento das pensões através de contribuições sociais é bastante comum nos países europeus e constitui a principal característica dos sistemas contributivos de pensões. No entanto, há um debate sobre até que ponto uma parte das pensões pode ser financiada através da tributação. Em particular, a Comissão Europeia recomendou a alguns países, como a Alemanha, que, se oferecerem novas prestações de reforma não contributivas, estas não devem ser financiadas por contribuições mais elevadas para a segurança social.⁸ A este respeito, um grupo de economistas do banco central (Bundesbank) documentou que uma política que substituísse parte do financiamento do sistema de pensões através das contribuições sociais por impostos sobre o consumo, teria efeitos macroeconómicos maioritariamente positivos.⁹ Embora existam diferentes modelos de financiamento dos sistemas de pensões na UE, a sugestão da Comissão é geralmente aplicada: todos os países europeus dispõem de redes de segurança na velhice, geralmente financiadas por impostos, e muitos deles têm também componentes de pensões de base e mínimas, frequentemente financiadas por impostos. Existem também alguns exemplos, como a Dinamarca, onde o sistema público de pensões é inteiramente financiado por impostos e não por contribuições para a segurança social.¹⁰

7. Martínez, S. R. e Soto, M. (2021). «Pension Reforms in Europe: how far have we come and gone», IMF Departmental Papers, 2021 (016), A001. Andersen, Torben M. *et al.* «Pension reform and wealth inequality: evidence from Denmark». Centre for Economic Policy Research, 2022.

8. Recomendação do Conselho sobre o Programa Nacional de Reformas de 2014 da Alemanha e emissão de um parecer do Conselho sobre o Programa de Estabilidade de 2014 da Alemanha. COM (2014) 406 final.

9. A transferência dos impostos sobre o trabalho para os impostos sobre o consumo transfere parcialmente a carga fiscal dos produtores nacionais para os estrangeiros, o que reduziria os custos da produção nacional, gerando efeitos macroeconómicos positivos a nível interno. Esta política também aumentaria os custos de consumo das famílias e adiaria parcialmente a carga fiscal sobre as famílias até à reforma, conduzindo a uma maior poupança, embora durante a transição de um sistema para o outro, a situação dos reformados e das famílias próximas da reforma se agrave. Ver Ruppert, K., Schön, M. e Stähler, N. (2021), «Consumption Taxation to Finance Pension Payments», Deutsche Bundesbank Discussion Paper n.º 47/2021.

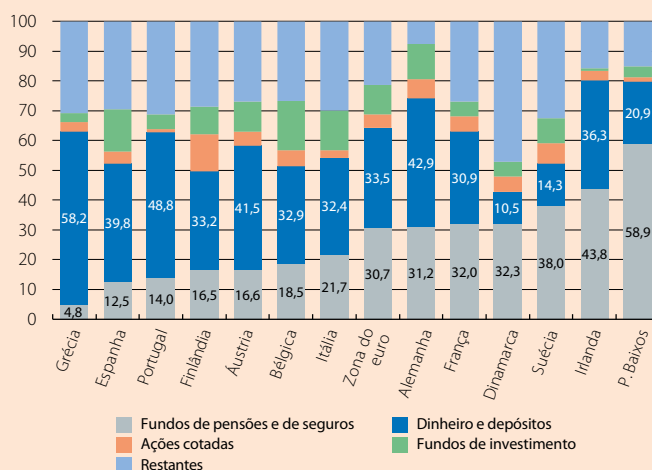
10. Ver Comissão Europeia, «The 2021 ageing report – Economic & budgetary projections for the EU Member States (2019-2070) », Publications Office, 2021. Martínez, S. R. e Soto, M. (2021) e «Pension Reforms in Europe: how far have we come and gone», IMF Departmental Papers, 2021 (016), A001.

Como fazer com que os nossos preconceitos cognitivos trabalhem a favor do aumento da poupança privada sob a forma de pensões

O sistema público de pensões, um pilar fundamental do Estado-providência, apresenta uma série de desafios significativos, tanto em Espanha como na Europa, num contexto caracterizado pela passagem à reforma da geração *baby boom*. Efetivamente, quase 60% dos cidadãos europeus mais velhos admitem estar preocupados com a possibilidade de virem a ter dinheiro suficiente na reforma.¹ No entanto, não se registou um aumento significativo das taxas de poupança nos últimos anos: a taxa de poupança da Zona Euro em 2010-2019 foi de 12,5% (8% em Portugal), contra 13,3% em 2000-2009 (10,7% em Portugal). Destaca-se o caso da Alemanha, a economia da Zona Euro com a maior taxa de poupança, que, aliás, tem vindo a aumentar (17,5% em 2010-2019 contra 16,8% em 2000-2009).

Além disso, a composição da poupança financeira das famílias europeias revela um perfil conservador na maioria dos países, com uma clara preferência pelos depósitos, que representam entre 20% e 40% do total dos ativos financeiros. Em contrapartida, o peso das poupanças em fundos de pensões privados e em seguros de reforma é bastante desigual entre os países e está condicionado pela taxa de substituição das pensões públicas.² Observa-se que quanto mais elevada é a taxa de substituição das pensões públicas, menor tende a ser a percentagem de trabalhadores com planos de pensões privados: na Dinamarca e nos Países Baixos, as taxas de substituição públicas são das mais baixas da UE e, como a participação num fundo de pensões privado é quase obrigatória por lei, entre 93% e 100% das pessoas em idade ativa têm esta forma de poupança, que assegura quase 60% da pensão recebida na reforma. Portugal, em contrapartida, com uma das taxas de substituição pública mais elevadas da Europa (cerca de 75%), a percentagem da população em idade ativa com planos de pensões manteve-se praticamente inalterada desde 2013 e é inferior a 20%.³

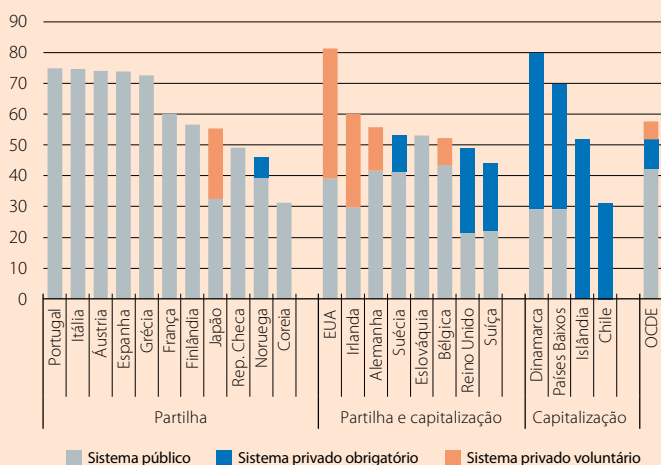
Distribuição dos ativos financeiros do agregado familiar (% do total de ativos) 4T 2022



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

Taxa bruta de substituição das pensões públicas e privadas *

Pensão a receber em percentagem do último salário recebido



Nota: * A taxa de substituição é calculada com base na pensão média e no salário médio. Por bruto entende-se antes de impostos.

Fonte: BPI Research, com base em dados de Pensions at a Glance 2021, OCDE.

O que a economia comportamental nos ensina sobre a forma como poupamos

Muitas vezes, as pessoas com meios para poupar, apesar de estarem preocupadas com a sua situação financeira na reforma, não afetam, por sua própria iniciativa, um montante substancial do seu rendimento a produtos de poupança a longo prazo, como planos de pensões ou seguros. Como os seres humanos podem comportar-se de forma tão contraditória ou mesmo irracional? Bem, precisamente porque é humano.

Ao longo de milhões de anos, o nosso cérebro evoluiu para o órgão atual, que representa apenas 2,0% do peso humano médio, mas que consome 25% da energia diária. Perante o desafio que os nossos antepassados enfrentavam para encontrar alimentos, os seus cérebros não podiam estar permanentemente concentrados, pelo que ter um cérebro «preguiçoso» era uma questão de sobrevivência. Isto explica porque é que o nosso cérebro tem dois modelos de pensamento: o modelo

1. Segundo a European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

2. A taxa de substituição indica quanto representa a pensão (pública ou pública e privada) recebida na reforma em relação ao último salário recebido.

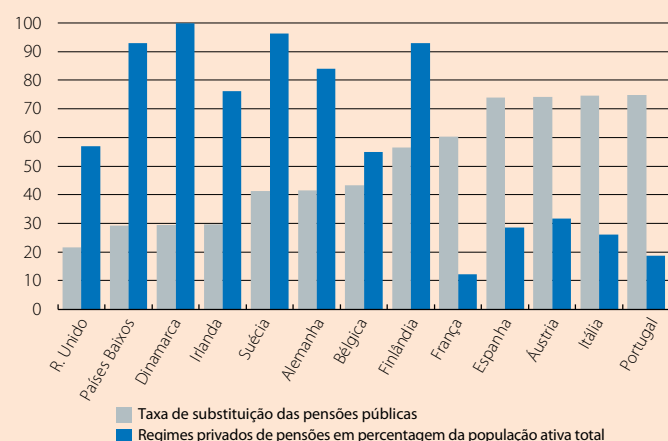
3. Por outro lado, é frequente as pessoas começarem a poupar tarde, o que limita as poupanças que podem ser acumuladas para a reforma. Em Portugal, menos de 8% dos agregados familiares com um chefe de família com idades entre os 35 e os 44 anos tinha um plano voluntário de pensões em 2017 (último ano para o qual existe informação da distribuição por faixa etária) um plano de poupança ou um seguro, e a percentagem sobe para mais de 10% na faixa etária dos 55 aos 64 anos (Inquérito à Situação Financeira das Famílias, 2017).

automático, situado no sistema límbico (impulsivo, inconsciente...) e o modelo reflexivo, situado no córtex pré-frontal (planeador, controlador...).

O modelo automático gera uma série de preconceitos (cognitivos ou emocionais) que dificultam a tomada de decisões «racionais». A economia comportamental incorpora esta ideia de que os agentes não tomam as suas decisões de uma forma totalmente racional (como tem sido tradicionalmente o caso na teoria económica), mas são determinados por emoções e diferentes tipos de preconceitos.

Taxa bruta de substituição das pensões públicas e população com regimes de pensões privados

(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do *Pensions at a Glance 2021*, OCDE.

Alguns preconceitos são decisivos quando se trata de planejar as nossas poupanças. Sublinham a falta de autocontrolo (demasiadas tentações no presente que nos impedem de poupar); aversão à perda (somos mais afetados pelo facto de um investimento ter tido um ano de perdas do que pelos ganhos acumulados ao longo dos anos com o mesmo investimento); a criação de contas mentais (organizamos o nosso dinheiro em categorias de despesas ou de rendimentos diferentes e não permutáveis), ou o *status quo* e a inércia (preferência pela manutenção do *status quo*). Estes preconceitos contribuem para três grandes barreiras que nos impedem de «ativar» o nosso cérebro racional para pensar na reforma: não nos vemos como mais velhos e temos dificuldade em identificarmo-nos com o nosso futuro; damos muito mais valor às nossas necessidades presentes do que às necessidades futuras e padecemos de uma certa cegueira para avaliar quais serão as nossas necessidades, à medida que envelhecemos.

No entanto, estes comportamentos inerentes à nossa condição humana podem ser alterados ou adaptados, como demonstram os resultados da economia comportamental, que confirmam que as decisões dos indivíduos são fortemente condicionadas pela forma como lhes são apresentadas as opções disponíveis. Trata-se de «tirar partido» das tendências cognitivas humanas para dar um *nudge*, ou «pequeno empurrão», aos indivíduos, de modo a garantir que a sua escolha final seja a correta, respeitando, ao mesmo tempo, a sua liberdade de escolha, visto que as alternativas disponíveis não são eliminadas nem bloqueadas.⁴ A economia comportamental apresenta, portanto, métodos que podem ser utilizados pelas administrações públicas para orientar as escolhas dos cidadãos.⁵

O Reino Unido, um exemplo próximo de como funciona a aplicação das teorias comportamentais

O sistema de pensões do Reino Unido era misto desde meados do século XX: tinha um sistema público de repartição e um sistema de pensões privado. No entanto, as tendências demográficas e as projeções têm vindo a alertar para o facto de o sistema público de pensões estar a enfrentar problemas de sustentabilidade. Acresce que o sistema privado não podia compensar a situação, visto que as contribuições e o nível de poupança tinham vindo a diminuir constantemente.

Consequentemente, em 2008, foi aprovada uma nova lei das pensões que incluía a adoção da *Automatic Enrolment*. Este mecanismo prevê que as entidades patronais inscrevam automaticamente os trabalhadores, que preencham determinados requisitos, num regime de pensão privado⁶ (os chamados regimes de empresa ou de pensões profissionais, complementares da pensão pública),⁷ embora o trabalhador disponha de um mês para optar por sair do sistema. Além disso, a cada três anos, as empresas devem voltar a registar automaticamente os trabalhadores que optaram por não participar. O sistema foi ativado em 2012 e gradualmente alargado a todas as empresas do Reino Unido ao longo dos seis anos seguintes.

4. As técnicas de *nudge* («pequeno empurrão») implicam um reforço positivo e ações indiretamente sugeridas para influenciar o comportamento e a tomada de decisões. Estas ferramentas foram analisadas pelos prémios Nobel Richard Thaler e Cass Sunstein no seu livro "Um pequeno empurrão: Como decidir melhor em questões de saúde, riqueza e felicidade" de 2018.

5. Cass Sunstein publicou em 2014 o seu ensaio «Nudging: A Very Short Guide», que propôs 10 técnicas a aplicar em programas de políticas públicas para ajudar os indivíduos a tomar as melhores decisões.

6. As contribuições para estes fundos de pensões privados são calculadas sobre o salário pensionável. A partir de 2019, o empregador tem direito a 3%, o trabalhador a 4% e o Estado a 1%. Por outro lado, apenas 9% dos trabalhadores exerceram o seu direito de sair do sistema.

7. Devem ter pelo menos 22 anos, ganhar mais de £10 000 por ano (este valor é revisto anualmente), ter um emprego normal no Reino Unido e não participar já noutra regime de emprego.

Os números confirmam o êxito da iniciativa: enquanto em 2013 apenas 32% dos trabalhadores do Reino Unido no sector privado tinham um regime de pensões da empresa, esta percentagem aumentou para 75% em 2019. Consequentemente, a taxa de substituição total das pensões atingiu 49% em 2021, em comparação com 22% apenas para as pensões públicas. Além disso, o volume de ativos dos planos de pensões privados mais do que duplicou e, em 2021, representavam mais de 120% do PIB, em comparação com 73% antes da *Automatic Enrolment*.

O desafio titânico de controlar os nossos preconceitos

O Reino Unido é apenas um exemplo de como as técnicas de economia comportamental funcionam. Podemos verificar outra história de sucesso nos EUA, com o seu programa *Save More Tomorrow (SmaRT)*, que conseguiu aumentar as poupanças para a reforma de cerca de 15 milhões de pessoas,⁸ o Brasil, que conseguiu que 80% dos funcionários públicos tivessem um fundo de pensões complementar através da inscrição automática, ou os Países Baixos, que deram a conhecer de forma personalizada a cada trabalhador a sua situação em matéria de pensões públicas, enviando-lhes o chamado «envelope laranja».⁹ Estes casos podem servir de inspiração para a conceção de políticas públicas de incentivo à poupança privada para a reforma, embora não sejam fórmulas mestras e devam ser adaptadas às idiossincrasias de cada cultura, pois o que funciona num local não funciona necessariamente noutra.

O facto de os planos de pensões das empresas privadas se generalizarem é um primeiro passo importante, mas o aumento significativo da poupança depende dos incentivos fiscais à poupança –na maioria dos países, as contribuições podem ser deduzidas, até um certo limite, da matéria coletável do imposto sobre o rendimento e a tributação desta parte do rendimento e dos seus rendimentos é diferida até ser recebida na reforma–, do perfil dos poupadores em causa¹⁰ e, como vimos, dos preconceitos cognitivos. Em Portugal, estes planos ainda têm um peso muito reduzido, apesar do aumento verificado nos últimos anos; em 2021, representava apenas 25% do PIB, o que compara com mais de 100% no caso do Reino Unido. Uma forma alternativa de aumentar a poupança agregada seria o Estado complementar as contribuições para os planos de pensões individuais. Esta política foi seguida, por exemplo, nos chamados «planos Riester» na Alemanha ou no *Lifetime ISA* no Reino Unido.¹² Os dados sugerem que os complementos aumentam a detenção de veículos de poupança-reforma, mas que a maioria dos contribuintes não contribui apesar do incentivo.¹³ A irracionalidade humana voltou a ser encontrada, meu amigo Sancho: os seres humanos têm dificuldade em ver as vantagens fiscais de poupar para a reforma, a menos que alguém as explique.¹⁴

Rita Sánchez Soliva

8. Ver Thaler, R. H. e Benartzi, S. (2001), «Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving», The University of Chicago Press.

9. Os Países Baixos foram pioneiros nesta prática e também apresentam relatórios sobre a situação dos regimes de emprego. Em Portugal, o simulador da Segurança Social para o cálculo da pensão pública está disponível desde 2018, mas ainda não é uma ferramenta bem conhecida.

10. Enquanto entre os agregados familiares espanhóis com rendimentos e idade mais elevados se verifica que as deduções fiscais sobre os planos de pensões (privados ou profissionais) geram, sobretudo, uma reafetação das suas carteiras para os fundos de pensões em detrimento de outros instrumentos de poupança, noutros tipos de agregados familiares parece ser gerada nova poupança. Ver Ayuso, J., Jimeno, J. F. e Villanueva, E. (2019), «The effects of the introduction of tax incentives on retirement saving», *Series*, n.º 10, pp. 211-249.

11. Não é o caso dos planos de pensões individuais, em que a dedução máxima é reduzida de 8.000 para 1.500 euros.

12. Conta de poupança para a qual o Estado paga um bónus de 25% das contribuições (até um máximo de £1.000 por ano), desde que seja utilizada para a compra de uma primeira casa ou para a reforma.

13. Ver De Cos, P. H. (2021), «El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Contribución del Banco de España a los trabajos de la Comisión de Seguimiento y Evaluación de los Acuerdos del Pacto de Toledo», Documentos Ocasionais no. 2106, Banco de Espanha.

14. Ver E. Duflo, W. Gale, J. Liebman, P. Orszag e E. Sáez (2006), «Saving Incentives for Low and Middle-Income Families: Evidence from a Field Experiment with H&R Block», *Quarterly Journal of Economics* 121.4.

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

