

IM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2023



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

A política monetária fez (todos?) os seus trabalhos de casa

ECONOMIA INTERNACIONAL

O que está a acontecer à indústria do mundo?

Inflação europeia: princípio do fim ou fim do princípio?

Sector imobiliário chinês: devagar, mas com segurança

ECONOMIA ESPANHOLA

As exportações espanholas são competitivas?

Evolução das características da população imigrante nos últimos anos

Novas perspetivas para o sector imobiliário espanhol: abrandamento do mercado imobiliário

ECONOMIA PORTUGUESA

Back to the future: a nova vaga de turistas dos EUA

Património financeiro das famílias aumenta apesar da redução da poupança

INFORMAÇÃO MENSAL

Julho-Agosto 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*

Data de fecho desta edição:

4 de julho de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A política monetária fez (todos?) os seus trabalhos de casa*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *O que está a acontecer à indústria do mundo?*

16 *Inflação europeia: princípio do fim ou fim do princípio?*

19 *Sector imobiliário chinês: devagar, mas com segurança*

23 ECONOMIA PORTUGUESA

25 *Back to the future: a nova vaga de turistas dos EUA*

27 *Património financeiro das famílias aumenta apesar da redução da poupança*

30 ECONOMIA ESPANHOLA

32 *As exportações espanholas são competitivas?*

35 *Evolução das características da população imigrante nos últimos anos*

38 *Novas perspetivas para o sector imobiliário espanhol: abrandamento do mercado imobiliário*

E afinal a inflação desce...

Em junho, a taxa de inflação em Portugal deu mostras de mais um significativo movimento de descida. Segundo a estimativa preliminar do INE, a taxa homóloga situou-se em 3,4%, inferior a 4% pela primeira vez desde janeiro de 2022, antes da eclosão da guerra na Ucrânia. Os sinais mais recentes da generalidade dos indicadores de preços são favoráveis. Por ora, o cenário é de desinflação e superior à tendência no conjunto da UEM (IPCH y/y situou-se em 5,5%), o que por si só aponta para ganhos de competitividade externa. Boas notícias, por isso.

O maior impulso para o recente movimento desinflacionista advém dos preços dos produtos energéticos, cuja escalada começou ainda em inícios de 2021 e que teve o seu apogeu no segundo trimestre do ano passado, na sequência do despoletar do conflito Rússia-Ucrânia. Depois de um acréscimo de 24% em 2022, estes preços têm vindo a recuar, devendo contribuir de forma preponderante para o abrandamento da inflação global no segundo semestre, quando o efeito base será mais favorável. Tal como na fase ascendente, esta tendência tem progressivamente alastrado às restantes classes. E há várias evidências que este processo já começou. Por exemplo, os preços à saída das fábricas registam declínio (em termos mensais) desde abril, o que é um bom augúrio para a tendência dos preços ao consumidor, no futuro.

Analisando as restantes componentes do IPC, os preços dos produtos alimentares transformados e não transformados revelam também um abrandamento significativo, para o qual contribuíram as medidas oficiais, nomeadamente o «IVA zero» num cabaz alargado de produtos, mas que também reflete a descida significativa dos preços das principais matérias primas e alimentos no mercado internacional desde os máximos alcançados pós-pandemia. Finalmente, as restantes classes de bens e serviços, grupo maioritário que representa cerca de 80% do índice de preços, regista também um abrandamento, ainda que mais ténue: em dezembro a taxa de inflação deste grupo, designada inflação subjacente, atingiu um máximo de 7,3%, tendo recuado em junho para 5,2%. Este abrandamento mais lento acontece porque nos serviços (ao contrário dos bens), a dinâmica ainda é de aumentos de preços e a força do turismo nos próximos meses deverá continuar a sustentar a tendência.

Os sinais desinflacionistas são também evidentes quando se faz uma análise mais fina, por sub-grupos. Por exemplo, desde julho de 2022 e até fevereiro, cerca de 30% dos itens (bens e serviços) do cabaz do IPC subjacente registavam aumentos de preços superiores a 10%. Ora, desde então essa parcela tem vindo a encolher, sendo que em maio (último dado disponível à data) pesavam «apenas» 17%. Relembramos que a dinâmica desta classe é crucial para o processo de desinflação, não só em Portugal como nos restantes países da zona euro.

No nosso cenário, admitimos que a tendência de abrandamento progressivo do ritmo de crescimento dos preços continuará, ainda que este processo não esteja isento de riscos. Efetivamente, uma das premissas principais para esta trajetória assenta na ausência de pressões significativas sobre os preços dos produtos energéticos nos mercados internacionais. Ainda que dependendo de fatores fortuitos, como o grau de adversidade do próximo inverno, esta hipótese parece razoável tendo em conta os progressos em Portugal e na Europa em matéria de produção de energias renováveis, a diversificação de países fornecedores de gás natural e petróleo, e também considerando que a procura global deverá evoluir de forma bastante contida no contexto de arrefecimento dos principais blocos económicos (EUA e UEM) e lenta retoma da atividade na China. Parece, pois, uma premissa credível.

Outro elemento de risco deriva da evolução dos salários e da formação dos chamados efeitos de segunda ordem. Esta tem sido uma das principais preocupações do BCE no estabelecimento da sua política monetária, sobretudo num contexto de quase pleno emprego (na Europa). Em Portugal tem-se assistido a alguma recuperação dos salários, estreitando o diferencial face à inflação (e acelerando, recentemente), mas ainda assim as remunerações brutas regulares dos trabalhadores por conta d'outrem aumentaram cerca de 4% nos 12 meses terminados em março, uma variação que não evidencia formação de efeitos nefastos sobre as expectativas de evolução dos preços.

Em suma, parece-nos que existem boas perspetivas para que a taxa de inflação mantenha o bom comportamento, ainda que possa regressar próximo dos 4% quando forem retiradas as medidas de apoio aos preços. Certo é que de ora em diante os progressos serão mais lentos e mais arrastados, mas o movimento desinflacionista não deverá parar. Ainda que o alcance da fasquia dos 2% deva permanecer algo distante, talvez alcançável no final de 2024 (em termos homólogos) ou 2025 (em termos médios).

Paula Carvalho
Lisboa, 11 de julho de 2023

Cronologia

JUNHO 2023

- 13 O PBoC da China reduz as taxas em 10 p.b.
- 15 BCE aumenta as taxas em 25 p.b. e coloca a *depo* em 3,50% e a *refi* a 4,00%.

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

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 A 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.

Agenda

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).
Zona Euro: previsão do IPC (julho).

AGOSTO 2023

- 2 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (julho).
- 4 Espanha: produção industrial (junho).
- 8 Portugal: volume de negócios no sector dos serviços (junho).
- 9 Portugal: emprego (2T).
Portugal: comércio internacional (junho).
- 15 Japão: PIB (2T).
- 17 Espanha: comércio externo (junho).
- 23 Portugal: dívida do sector não financeiro (junho).
- 25 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (junho).
- 30 Espanha: previsão do IPC (agosto).
Zona Euro: índice de sentimento económico (agosto).
- 31 Portugal: distribuição do PIB (2T).
Zona Euro: previsão do IPC (agosto).

A última milha

Uma vez terminado o primeiro semestre do ano com o ciclo de atividade a ultrapassar obstáculos de natureza muito diversa e com divergências significativas tanto setoriais (serviços melhores do que a indústria) como regionais (China e Europa mais fracas), a sensação é a de que estamos próximos de um ponto de viragem, a partir do qual se tornarão mais evidentes os efeitos da contração monetária acumulada ao longo do último ano e meio (aumentos de 400 p.b. nas taxas de juro diretoras na zona euro). Sobretudo, se este último apertar do cinto que os principais bancos centrais do mundo parecem estar prestes a aplicar se confirmar, pois há o risco de que a melhoria, nos próximos meses, da tendência nos preços base seja insuficiente, caso o reequilíbrio entre as margens das empresas e os salários não termine.

As subidas implementadas após uma pausa de vários meses (Banco do Canadá e Banco da Austrália), a intensificação do movimento em direção à «taxa terminal» (+50 p.b. pelo Banco de Inglaterra) e o reforço da comunicação (BCE e FED) refletem o facto de as autoridades monetárias darem agora prioridade ao objetivo da inflação sobre os do crescimento e da estabilidade financeira. Como aspeto positivo, a resiliência do ciclo económico e do sistema financeiro ao maior aperto monetário das últimas décadas está a revelar-se maior do que o esperado, uma vez que o problema dos bancos regionais dos EUA foi resolvido.

A dúvida é saber quanto tempo será necessário manter as taxas de juro na zona restritiva e qual o custo em termos de emprego e de crescimento que será necessário pagar antes de vermos sinais conclusivos na inflação. Tudo dependerá da evolução dos fatores que têm suportado a atividade nos últimos trimestres: i) poupanças acumuladas na pandemia, ii) política fiscal expansionista, iii) atrasos nos efeitos da política monetária, iv) normalização dos estrangulamentos e v) resiliência dos mercados de trabalho. Os efeitos positivos dos três primeiros fatores irão desvanecer-se com o tempo, e dificilmente poderão ser compensados por melhorias na oferta agregada e pela força do mercado de trabalho. Como o BIS acaba de nos recordar, uma maior coordenação entre a política monetária e a política orçamental facilitaria a realização da última milha no caminho para o objetivo do BCE e permitiria que a política regressasse à zona de estabilidade.

Neste contexto, os investidores aumentaram o seu apetite pelo risco nas últimas semanas, com subidas nos mercados acionistas e estabilidade no mercado obrigacionista, apesar da revisão das expectativas em relação às taxas de juro. O sentimento do mercado é de que os bancos centrais conseguirão que a inflação regresse aos 2% nos próximos 18/24 meses, sem terem de desencadear uma recessão. E, em todo o caso, se o cenário se complicar, os mercados antecipam uma rápida inversão da política monetária. Algo com que os bancos centrais não se sentem exatamente confortáveis.

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

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	-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	5,5	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	0,4	0,9
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	5,0	8,2
Bens de equipamento	3,2	2,6	-5,4	13,9	5,8	-	-
Construção	-1,5	-2,6	1,0	5,5	1,0	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,7	4,8	1,3	2,3
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,8	13,4	16,7	4,3	6,1
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,2	11,0	4,6	6,4
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	-0,4	-0,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	1,0	-0,4	1,3	1,5
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	-10,1	-6,9	-4,8	-4,2	-3,4

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

Previsões

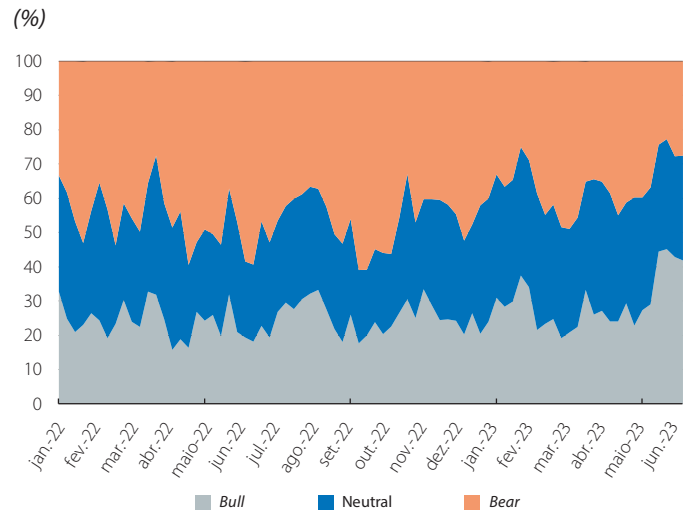
Mês positivo, embora de «mais a menos», nos mercados financeiros

A inflação e a política monetária voltam a estar no centro das atenções. Os mercados financeiros acolheram o mês de junho com maior apetite pelo risco, encorajados pela resolução da crise do teto da dívida dos EUA e a continuação da estabilização dos episódios de tensão financeira de março-abril. O rally primaveril foi, no entanto, atenuado por sinais de pressões inflacionistas persistentes e por um endurecimento do tom hawkish, pelos principais bancos centrais, sob o lema «taxas mais elevadas durante mais tempo». A perda de força dos principais indicadores de sentimento económico no final do 2.º trimestre de 2023, juntamente com alguns sobressaltos na esfera geopolítica, também desencadeou receios de uma possível recessão mundial entre os investidores. Nos mercados financeiros, o panorama complexo refletiu-se em movimentos de vaivém nos principais ativos de risco, que, no cômputo geral, encerraram o mês em território positivo, embora os ganhos das primeiras semanas de junho tenham sido significativamente reduzidos.

Déjà vu? Os bancos centrais alertam para novas subidas de taxas... Nas suas reuniões de junho, os principais bancos centrais reiteraram a necessidade de manter o tom restritivo da política monetária, num cenário em que as taxas diretoras, embora cada vez mais próximas do limite máximo, subiriam algumas décimas de ponto percentual e permaneceriam elevadas durante um período mais longo. O mês começou com subidas inesperadas das taxas no Canadá e na Austrália, cujos bancos centrais tinham decidido interromper o ciclo de subidas no início do ano. Nos EUA, a Reserva Federal manteve as taxas diretoras inalteradas no intervalo 5,00%-5,25%, em linha com as expectativas, embora tenha surpreendido ao sinalizar pelo menos mais duas subidas de taxas no resto do ano (tal como refletido no dot plot). As previsões do mercado monetário apontam para uma elevada probabilidade de duas subidas adicionais, enquanto o início das descidas é adiado para o início de 2024. Por seu lado, como previsto, o BCE aumentou as taxas de juro em 25 p.b. e situou a Depo e a a refi nos 3,50% e 4,00%, respetivamente. Além disso, atendendo à inércia das pressões inflacionistas, segundo a atualização do seu quadro macroeconómico, o BCE apontou para uma nova subida das taxas em julho, embora no âmbito de uma estratégia dependente dos dados. As mensagens mais recentes de alguns membros do BCE colocaram em cima da mesa a possibilidade de aumentos adicionais em setembro, um cenário que já está descontado nas taxas implícitas do mercado monetário.

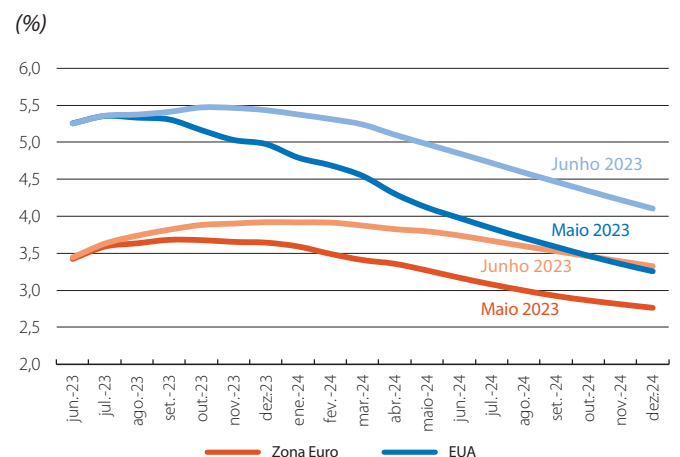
... com exceções: Japão, a China e outros emergentes. Outros bancos centrais da Europa também ajustaram as taxas diretoras em junho: 50 p.b. no Reino Unido e Noruega, e 25 p.b. na Suíça e Suécia. O Banco do Japão continuou a ser um caso isolado ao manter intactas a sua política de taxas negativas e a sua estratégia de controlo da curva soberana. No grupo das economias emergentes, houve duas notáveis surpresas. Por um lado, o banco central da Turquia anunciou um aumento das taxas de juro oficiais de 650 p.b., o primeiro ajustamento em alta desde março de 2021 e poderá representar um certo regresso a uma política monetária mais ortodoxa. Na direção oposta, o Banco Popular da China sur-

EUA : sentimento de mercado



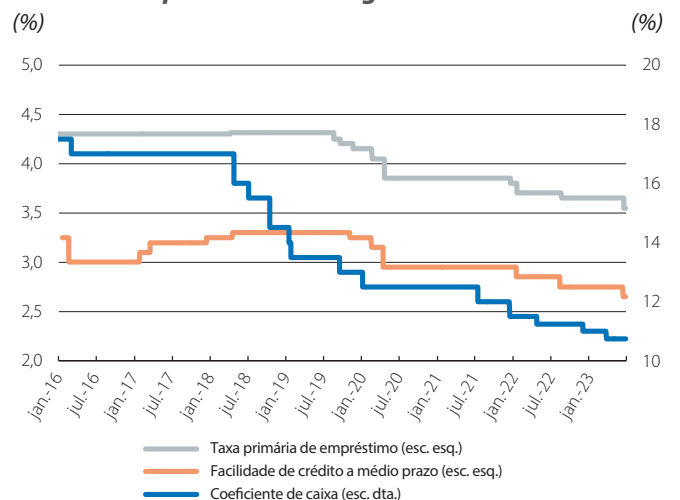
Nota: Percentagem de investidores que respondem ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), neutro ou pessimista (bear).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

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



Nota: Forwards sobre a EFR e a taxa OIS da Zona Euro com base nas curvas de rendimento do mercado.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais taxas de juro da China e o coeficiente de reservas para os bancos grossistas



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

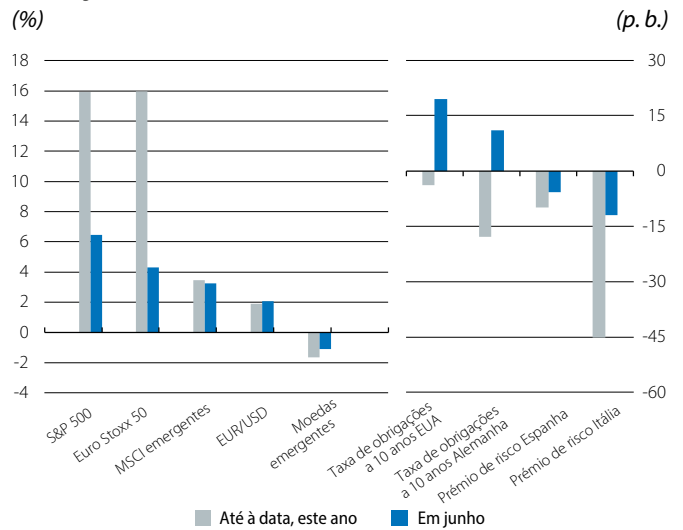
preendeu com um corte de 10 p.b. nas taxas de referência, a primeira descida desde meados de 2022, e que poderá assinalar o início de um pacote de estímulo económico. Os bancos centrais da Hungria e do Vietname também anunciaram cortes nas suas taxas de juro diretoras, enquanto outros países (Chile e Brasil) deram os primeiros sinais de possíveis cortes este ano.

As taxas soberanas acompanham os anúncios monetários. O ajustamento das expectativas dos investidores quanto à evolução das taxas oficiais transmitiu-se a uma subida das taxas soberanas, mais acentuada nas obrigações de prazo mais curto. Consequentemente, as principais curvas soberanas aumentaram o seu investimento: nos EUA, o diferencial do rendimento das obrigações a 10 anos em relação às obrigações a 2 anos atingiu -100 pontos de base, o nível mais baixo desde a década de 1980, enquanto na curva alemã o diferencial foi de -80 pontos de base, o nível mais baixo desde 1992. Simultaneamente, as taxas interbancárias subiram nos dois lados do Atlântico e, na Europa, a Euribor a 12 meses ultrapassou o limiar de 4,0% pela primeira vez desde 2008. Entretanto, os prémios de risco da dívida periférica europeia prolongaram o bom desempenho, com descidas de cerca de 5 pontos base em junho, tanto em Espanha (até 100 p.b.) como em Portugal (até 70 p.b.), e apesar da confirmação de que o BCE deixará de investir a totalidade dos vencimentos do APP. O diferencial mais estreito das taxas de juro oficiais e o aumento do apetite pelo risco contribuíram para uma apreciação do euro face ao dólar, que fechou o mês a negociar perto do nível 1,10.

Os mercados bolsistas internacionais retomam o seu movimento ascendente. No que respeita às ações, os índices avançaram em junho, embora num padrão «de mais para menos» (o índice global MSCI subiu 6,0% na primeira metade de junho, antes de cair 0,3% na segunda metade) e de forma desigual entre países e sectores. Assim, a bolsa nos EUA manteve-se em terreno positivo (6,5% em junho e 15,9% desde o início do ano para o S&P 500) e reduziu a diferença em relação aos índices europeus (4,3% em junho e 16,0% desde o início do ano para o Euro Stoxx 50). A nível sectorial, a perspectiva de um cenário de taxas de juro mais elevadas beneficiou o desempenho do sector bancário, enquanto o sector tecnológico abrandou o seu ritmo de progressão, mas manteve-se na vanguarda da recuperação do mercado bolsista até à data. Entretanto, os mercados emergentes beneficiaram de um maior apetite pelo risco, especialmente nos países da América Latina.

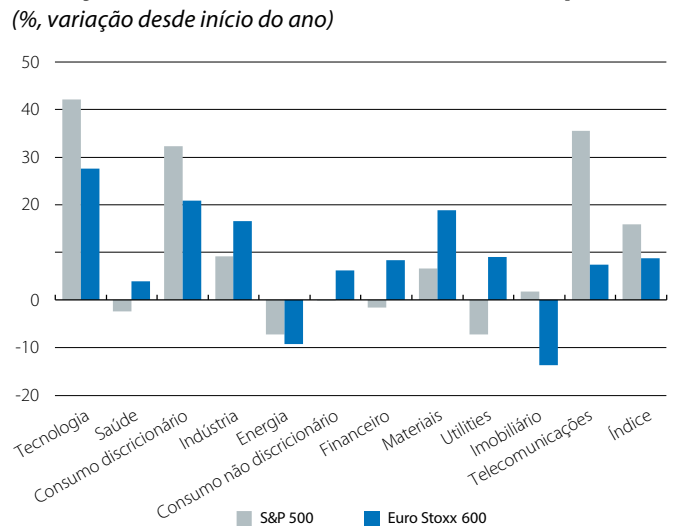
Matérias-primas: a tônica continua a ser colocada na procura. Como tem sido a tendência nos últimos meses, os preços do petróleo continuaram a flutuar entre os 70 e os 80 dólares por barril de petróleo bruto Brent. Nem mesmo o anúncio inesperado de cortes na produção por parte da Arábia Saudita (mais 1 milhão de barris por dia em julho) e a convulsão militar na Rússia foram suficientes para abalar os receios dos investidores de um arrefecimento da procura. O tom fraco dos dados económicos chineses também exerceu uma pressão descendente sobre os preços dos metais industriais. Entretanto, as temperaturas mais elevadas no hemisfério norte, juntamente com algumas perturbações da oferta em alguns países produtores, levaram a uma recuperação dos preços do gás natural (o TTF holandês atingiu 40 euros/MWh), embora a níveis substancialmente mais baixos do que há um ano.

Variação das variáveis financeiras selecionadas



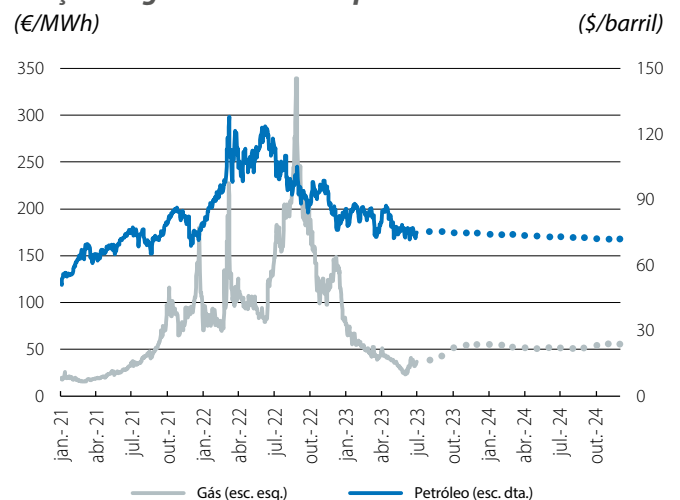
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Variações nos sectores S&P 500 e Stoxx Europe 600



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

Preços do gás natural e do petróleo



Notas: Gás natural TTF e petróleo Brent. Os pontos indicam os preços dos contratos futuros de petróleo e gás para cada mês.

Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

A política monetária fez (todos?) os seus trabalhos de casa

Nos últimos dois anos, a inflação e as taxas de juro ultrapassaram o debate económico e passaram a estar nas preocupações de grande parte da sociedade. Este facto é ilustrado pelo número de pesquisas no Google para os termos «inflation» e «interest rates», com máximos históricos em junho de 2022 e março de 2023, respetivamente. E não é por acaso que seguem esta ordem, visto que os bancos centrais aumentaram as taxas de juro em resposta à subida da inflação. Neste artigo, tentaremos fundamentar o que aconteceu nas economias avançadas em termos de inflação e taxas de juro, com o benefício que dá o tempo já decorrido, e apontar a direção provável para os próximos meses.

Acontecimentos até junho de 2023

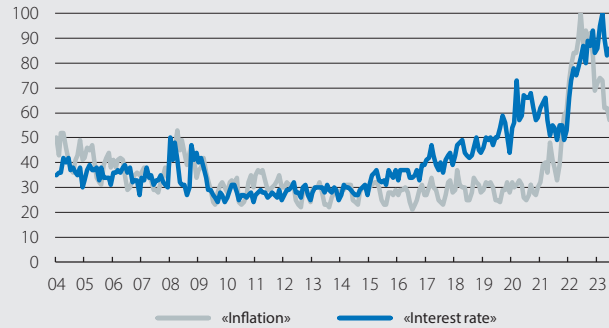
O episódio inflacionista que começou em 2021 tem sido de natureza global, com nuances idiossincráticas, mas com elementos comuns nas principais economias avançadas. Em primeiro lugar, o fim dos confinamentos para evitar o contágio da COVID-19 teve dois efeitos na inflação: por um lado, as famílias tinham acumulado poupanças que, aquando da reabertura, conduziram a um aumento da procura de bens e serviços. Por outro, verificou-se uma mudança nos padrões de consumo, com uma tendência para os bens duradouros, o que, juntamente com o peso da pandemia nas cadeias de abastecimento mundiais, causou estrangulamentos e exerceu pressão sobre o preço dos bens (por exemplo, através de um aumento do preço dos fretes dos contentores nas rotas marítimas). Em segundo lugar, a eclosão da guerra na Ucrânia levou a um pico no preço dos alimentos, do gás e do petróleo, produtos-chave tanto na origem da cadeia de formação de preços como no cabaz de consumo final. Em terceiro lugar, esta dinâmica foi também transferida para outros *commodities* mundiais, como os materiais industriais. Por último, a força dos mercados de trabalho: a taxa de desemprego atingiu um mínimo de 54 anos nos EUA e mínimos históricos na Zona Euro. Isto permitiu que os salários evoluíssem de forma dinâmica, limitando um pouco a perda de poder de compra, mas ao mesmo tempo implicando um aumento dos custos das empresas, embora com um impacto quantitativamente moderado nos preços do cabaz de consumo.

Neste contexto, e para manter as expectativas de inflação devidamente ancoradas, os bancos centrais começaram a subir as taxas de juro, com maior ou menor antecedência (em outubro de 2021 na Nova Zelândia ou em julho de 2022 na área do euro).¹ Assim, todos, com exceção do Banco do Japão, conduziram a política monetária de forma nitida-

1. Nas economias emergentes, a subida das taxas começou um pouco mais cedo do que nas economias avançadas e tem sido, em geral, mais agressiva.

Mundo: pesquisas no Google sobre inflação e taxas de juro

Índice (100 = máximo)

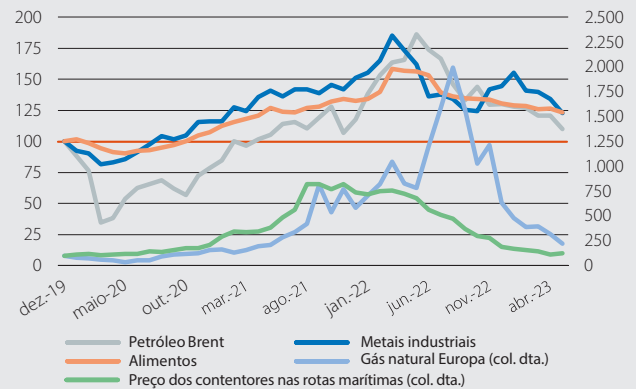


Notas: Os números refletem o interesse da pesquisa em relação ao valor máximo. Um valor de 100 indica a popularidade máxima do termo, enquanto 50 indica que um termo é metade da popularidade relativamente ao valor máximo.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Google Trends.

Preço de diferentes commodities e serviços globais

Índice (100 = dezembro 2019)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg, da Food and Agriculture Organization e da Freightos.

mente restritiva, numa tentativa de conter a inflação, arrefecer o mercado de trabalho e, em alguns casos, controlar a exuberância de alguns mercados imobiliários.²

No final de 2022, a maioria dos bancos centrais via o limite máximo para a subida das taxas de juro mais próximo e estava a ajustar a velocidade a que pretendia atingi-lo. Portanto, por exemplo, a Fed e o BCE deixaram de aumentar as taxas de juro de 75 p.b. em 75 p.b. ou de 50 p. b. em 50 p.b. para o tornar 25 p.b. em 25 p.b. e, como aconteceu no passado mês de junho no caso da Reserva Federal, até mesmo a possibilidade de deixar de aumentar as taxas em algumas reuniões. Além disso, como se pode ver no quarto gráfico, o que aconteceu em 2023 até junho correspondeu, em ter-

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

mos gerais, às expectativas do consenso dos analistas e dos investidores (a diferença entre o ponto laranja e a barra cinzenta é pequena em quase todas as regiões).

O que pode acontecer a seguir

Nos últimos meses, assistimos a uma moderação dos principais fatores de inflação elevada, também visível no segundo gráfico. Por um lado, os preços da energia, os custos dos contentores e o preço de vários materiais normalizaram-se, e até os preços dos alimentos estão a dar sinais de moderação. Por outro lado, a reserva de poupança está a esgotar-se. Nos EUA, as últimas estimativas da Reserva Federal de São Francisco sugerem que existem apenas cerca de 500 mil milhões de dólares em poupanças (2,1% do PIB), não necessariamente distribuídas de forma homogénea entre os agregados familiares.³ Por último, e embora a um ritmo desigual, estão a surgir sinais desinflationistas no conjunto do cabaz.⁴

Neste contexto de inflação a moderar-se, mas de crescimento económico e de mercados de trabalho resilientes, os bancos centrais continuam a exibir uma retórica agressiva: não querem dar um fim prematuro à luta contra a inflação. Sabe-se que a política monetária afeta a atividade económica e, mais ainda, a inflação, com um desfasamento, pelo que avaliar exatamente qual o nível atual das taxas de juro adequado para um arrefecimento suficiente da economia para fazer baixar a inflação é uma tarefa muito complexa. Existe demasiada incerteza de qual o nível de taxas de juro necessário para fazer regressar a inflação ao objetivo de 2% sem ultrapassar os limites. No entanto, face a estas considerações, os bancos centrais são confrontados com a resistência dos indicadores económicos que convidam a novas subidas das taxas de juro. Neste dilema, a nova estratégia de política monetária parece continuar a envolver novas subidas da política monetária, mas estas seriam poucas e a um ritmo gradual, como esperado pelos mercados financeiros (como se pode ver na pequena diferença entre os pontos laranja e azul no quarto gráfico em cada região).

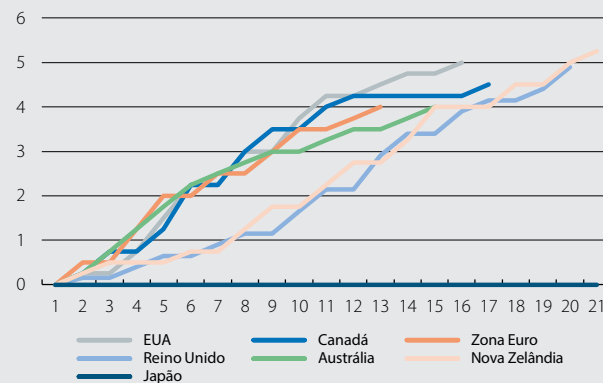
Assim, acreditamos que as taxas diretoras dos bancos centrais ainda têm alguma margem para subir e, muito provavelmente, tanto a Fed como o BCE voltarão a aumentar as taxas em julho, embora o fim do ciclo de subida das taxas de juro deva estar próximo.

Posto isto, para além de entrar em pormenores sobre se a Fed ou o BCE ainda têm 25 p.b. ou 50 p.b. por aumentar as taxas de juro, o que parece bastante claro no tom dos bancos centrais é que o ambiente de taxas de juro restritivas se manterá durante algum tempo. Por outras palavras, mes-

3. Abdelrahman, H. e Oliveira, L. E. (2023). «The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings». Economic Letter. Reserva Federal de São Francisco.
 4. Ver Focus «Inflação europeia: o princípio do fim ou o fim do princípio?», no presente relatório, para mais pormenores sobre estas pressões desinflationistas, com ênfase na Zona Euro.

O ciclo de subida das taxas de juro pelos diferentes bancos centrais

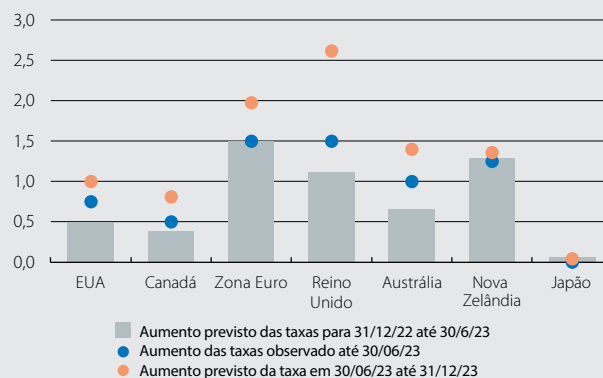
(p. p.)



Notas: No eixo horizontal, indicamos os meses decorridos desde o primeiro aumento deste ciclo. No eixo vertical, o p. p. pelo qual as taxas de juro oficiais aumentaram desde então.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Aumentos das taxas oficiais em 2023, realizados e esperados em diferentes momentos

(p. p.)



Nota: As expectativas são medidas pelas taxas de juro implícitas das taxas overnight em cada região.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

mo que a Fed não continuasse a aumentar as taxas de juro (e mesmo que começasse a reduzi-las gradualmente no quarto trimestre), as taxas de juro manter-se-iam em níveis restritivos durante grande parte de 2024. A título ilustrativo, as nossas previsões apontam para taxas de juro da Reserva Federal (limite superior do intervalo de objetivo) e do BCE (depo) de 3,75% e 3,00% no final de 2024, respetivamente. Esta orientação de aperto sustentado da política monetária, apoiada pela redução do balanço do banco central, deve ser suficiente para moderar o crescimento económico, arrefecer os mercados de trabalho e trazer a inflação de volta ao objetivo de 2%, especialmente quando a evidência mostra que os efeitos macroeconómicos da política monetária aparecem com um desfasamento (tendo em conta que o aperto no último ano tem sido intenso) e vários indicadores de fase intermédia (como as condições de crédito) mostram que a transmissão da política monetária está a funcionar.

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,00	3,75	25	150,0	400,0
Euribor 3 meses	3,58	3,46	11	144,5	375,3
Euribor 12 meses	4,13	3,94	20	84,3	317,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,59	3,17	42	98,9	320,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,20	2,72	48	43,2	268,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,39	2,28	11	-17,9	116,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,39	3,33	5	-27,8	111,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,13	3,02	10	-46,1	85,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,25	5,25	0	75,0	350,0
Libor 3 meses	5,55	5,52	3	77,8	325,3
Libor 12 meses	6,04	5,72	33	55,9	247,7
Dívida pública a 1 ano	5,39	5,17	22	70,5	273,2
Dívida pública a 2 anos	4,90	4,40	49	47,0	206,3
Dívida pública a 10 anos	3,84	3,64	19	-3,8	95,6

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	74	82	-7	-16,2	-45,9
Itraxx Financeiro Sénior	85	93	-8	-14,0	-46,6
Itraxx Financeiro Subordinado	160	173	-13	-12,1	-91,4

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,091	1,069	2,1	1,9	4,8
EUR/JPY (ienes por euro)	157,440	148,950	5,7	12,1	11,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,859	0,0	-2,9	-0,3
USD/JPY (ienes por dólar)	144,310	139,340	3,6	10,1	6,7

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	547,8	541,5	1,2	-1,3	-7,1
Brent (\$/barril)	74,9	72,7	3,1	-12,8	-40,0
Ouro (\$/onça)	1.919,4	1.962,7	-2,2	5,2	6,0

Mercados bolsistas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.450,4	4.179,8	6,5	15,9	16,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.399,1	4.218,0	4,3	16,0	27,6
Ibex 35 (Espanha)	9.593,0	9.050,2	6,0	16,6	17,3
PSI 20 (Portugal)	5.920,3	5.729,4	3,3	3,4	-2,2
Nikkei 225 (Japão)	33.189,0	30.887,9	7,5	27,2	28,0
MSCI emergentes	989,5	958,5	3,2	3,5	-0,3

Oscilação térmica na economia internacional

Atividade e inflação a diferentes temperaturas. A economia mundial encerrou o primeiro semestre de 2023 com três grandes dinâmicas. Primeiramente, a atividade económica manteve-se resistente face às perspetivas desfavoráveis que tinham sido projetadas no final de 2022, apoiada por mercados de trabalho sólidos, pelo abrandamento da crise energética, pela normalização dos estrangulamentos, pela recuperação da confiança, pela reabertura da China e pelo dinamismo dos serviços (que continua a mais do que compensar a fraqueza da indústria manufatureira). Em segundo lugar, a inflação registou uma queda continuada em todas as principais economias internacionais, desde os EUA até à China, passando pelo Japão, Rússia, Zona Euro, Brasil, etc. e até na Turquia. No entanto, grande parte da descida reflete a correção da inflação da energia, enquanto as pressões subjacentes sobre os preços estão a abrandar mais gradualmente. Em terceiro lugar, as condições financeiras continuaram a tornar-se mais restritivas, tanto através de novas subidas do banco central como da repercussão de anteriores aumentos das taxas. No entanto, esta dinâmica modificou o seu tom nos últimos meses. Assim, os indicadores mais recentes sugerem um novo arrefecimento da atividade, enquanto a política monetária mais restritiva, que deveria estar prestes a atingir um limite máximo, parece querer ter um pouco mais de margem de manobra.

Sinais de arrefecimento da atividade global. Entre os três gigantes da economia mundial, prevê-se que o crescimento económico abrande nos próximos trimestres nos EUA e na Zona Euro, em resultado de políticas monetárias restritivas (para combater a inflação), mas também devido ao regresso definitivo à normalidade após um ano de 2022 em que alguns efeitos da COVID-19 nos valores do PIB ainda se faziam sentir. Contra estas duas economias avançadas, a China registou uma forte aceleração no início do ano, impulsionada pelo abandono da política de COVID zero. No entanto, vários indicadores sugerem que esta recuperação inicial perdeu força nos últimos meses. Em junho, o PMI composto oficial abrandou para 52,3 (-0,6 pontos em relação a maio), com o PMI da indústria manufatureira na zona de contração e o dos serviços a abrandar (de 54,5 em maio para 53,2 em junho). Esta perda de dinamismo não comprometerá o objetivo das autoridades para o PIB de «cerca de 5%», que parece conservador devido aos efeitos de base, embora tenham começado a anunciar medidas de apoio, como os primeiros cortes nas taxas do PBoC em 10 meses.

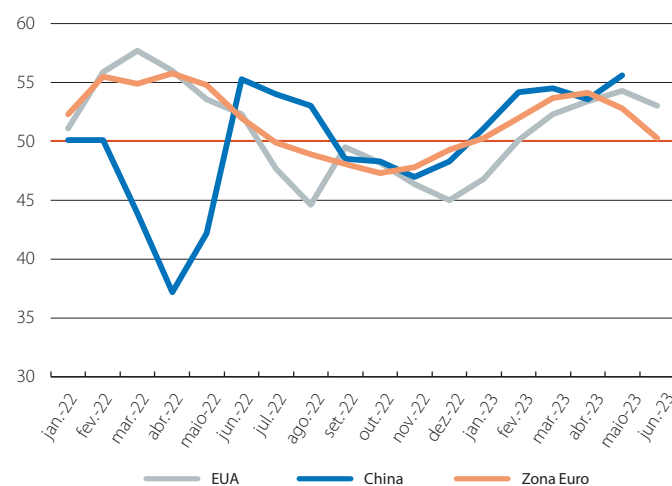
A atividade dos EUA resiste a um ambiente de taxas de juro elevadas. Os indicadores de confiança mantiveram-se em território nitidamente expansionista em junho (PMI composto em 53 e confiança dos consumidores no seu nível mais elevado desde janeiro de 2022), enquanto o mercado de trabalho permaneceu notavelmente forte e o crescimento dos salários sólido (+6,0% homólogos em maio, de acordo com o indicador da Fed de Atlanta), embora os pedidos iniciais de subsídio de desemprego estivessem perto de 260.000 por semana, em média, durante o mês (um valor baixo, mas o pior registo desde o outono de 2021). Em contrapartida, o sector imobiliário voltou a dar sinais favoráveis, com uma recuperação de 12,2% em relação ao mês anterior nas vendas de habitações novas. Globalmente, os dados do segundo trimestre apontam para um crescimento do PIB homólogo trimestral de 0,4%, uma ligeira desaceleração em relação aos 0,5% registados no primeiro trimestre (revistos em alta após uma estimativa preliminar de 0,3%).

Mundo: PMI Índice



Fonte: BPI Research, a partir de dados do S&P Global.

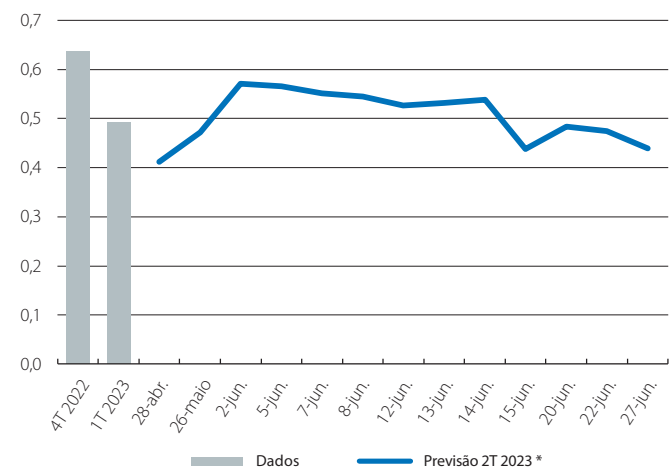
Economias internacionais: PMI composto Índice



Fonte: BPI Research, a partir de dados do S&P Global.

EUA: PIB

Variação homóloga(%)



Nota: * Projeção do modelo GDPNow da Fed de Atlanta.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Fed de Atlanta e da BEA.

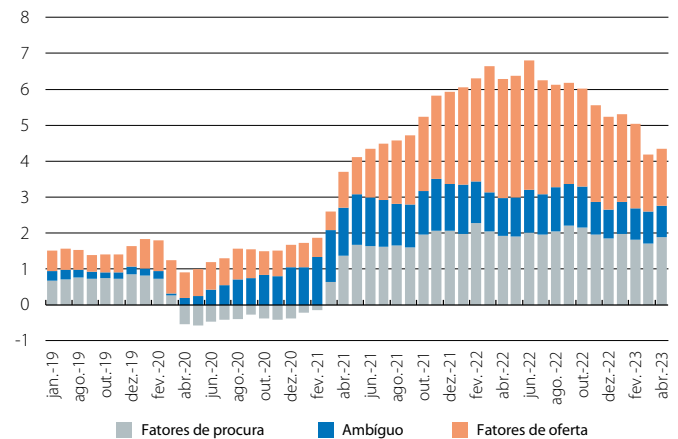
EUA atingem a inflação mais baixa desde março de 2021. A inflação global prosseguiu a sua tendência de moderação em maio e desacelerou para 4,0% em termos homólogos (dados do IPC), menos 9 décimas de ponto percentual do que no mês anterior, graças, sobretudo, a uma descida acentuada dos preços da energia (-3,6% em termos mensais). Os outros elementos do cabaz tiveram um desempenho semelhante ao do mês anterior: confirmam pressões desinflationistas relativamente ao observado em 2022, mas permanecem elevadas, com alguma persistência na inflação subjacente (que exclui alimentos e energia), que caiu 2 décimas de ponto percentual para 5,3% em termos homólogos. No entanto, algumas componentes subjacentes enviaram sinais positivos. A inflação dos serviços não relacionados com a habitação, um indicador acompanhado de perto pela Reserva Federal, desceu para 2,9% (média de três meses da inflação mensal anualizada corrigida de sazonalidade), muito abaixo dos 6,5% registados em 2022.

A Zona Euro, do «mais ao menos» e com disparidades. Por um lado, a indústria continua fraca, com a produção industrial a registar apenas +0,2% em termos homólogos em abril e os PMI da indústria transformadora na zona de contração (44,7 pontos na média do segundo trimestre e 43,6 em junho). Desta forma, os serviços (PMI de 54,6 na média trimestral, embora tenha caído para 52,4 em junho) e o mercado de trabalho (com uma taxa de desemprego de 6,5% em maio, um mínimo histórico) continuam a ser o principal suporte da atividade. Por outro lado, existe também um contraste entre a resiliência das economias periféricas e a fraqueza das economias centrais. Em especial, as revisões estatísticas do PIB do 1.º trimestre confirmaram uma Alemanha em recessão técnica (-0,3% em termos trimestrais em cadeia no 1.º trimestre de 2023 e -0,5% no 4.º trimestre de 2022). A volatilidade da Irlanda (-4,6% em cadeia) e à contração dos Países Baixos (-0,7%), juntou-se a queda do conjunto da Zona Euro (-0,1% em cadeia, após uma estimativa inicial de +0,1%), apesar do dinamismo da Espanha (+0,5%) e da Itália (+0,6%) e de um avanço moderado da França (+0,2%). No entanto, ao longo do segundo trimestre, as disparidades foram resolvidas no sentido descendente, com uma deterioração generalizada dos índices de confiança, tanto entre países como entre sectores, de modo que o PMI composto para o conjunto da Zona Euro passou de cerca de 54,1 pontos em abril para uns tímidos 50,3 em junho, na fronteira entre a expansão e a contração económica. Estas cautelas também se refletiram numa revisão em baixa das expectativas de crescimento para a Alemanha (o Bundesbank prevê -0,3% para o PIB em 2023), embora os últimos dados sugiram alguma recuperação no 2º trimestre.

A inflação europeia cai sem demasiada pressa. Em junho, a inflação global para o conjunto da Zona Euro desceu para 5,5% em termos homólogos (-0,6 p. p. em relação a maio), enquanto, após dois meses de moderação, a inflação subjacente aumentou 1 décima de ponto percentual para 5,4% em termos homólogos. A energia, os produtos alimentares e os bens industriais contribuíram para a desinflação, mas os preços dos serviços voltaram a acelerar. No entanto, este crescimento homólogo nos serviços foi distorcido por um efeito de base da Alemanha (relacionado com descontos nos transportes em 2022) e espera-se que a inflação subjacente retome uma correção gradual nos próximos meses. De facto, uma medida da inflação não afetada por estes efeitos de base aponta para taxas de inflação muito mais baixas, mas ainda elevadas (em particular, o chamado *momentum*, ou seja, a variação do IHPC médio de três meses em relação à média dos três meses imediatamente anteriores, devidamente anualizada e corrigida de sazonalidade, aponta para um valor global de 3,8% e um valor de 4,3% para a subjacente em junho).

EUA: contribuição à inflação PCE

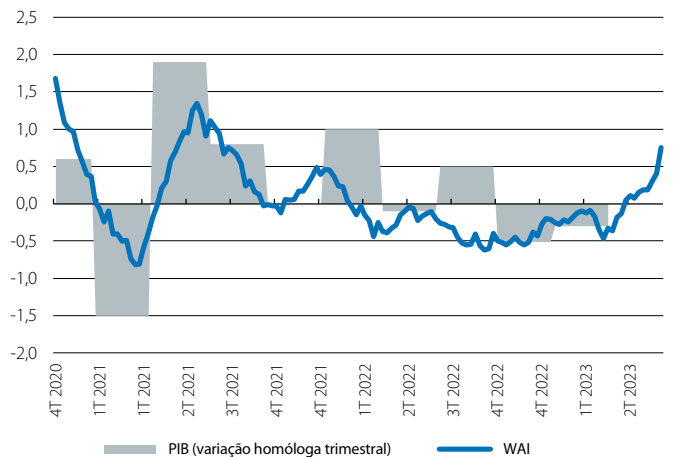
(p. p.)



Notes: Contribuições para a inflação anual do IPC. Os fatores da procura e da oferta são identificados a partir do movimento entre os preços e as quantidades das componentes do IPC.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de São Francisco.

Alemanha: atividade económica

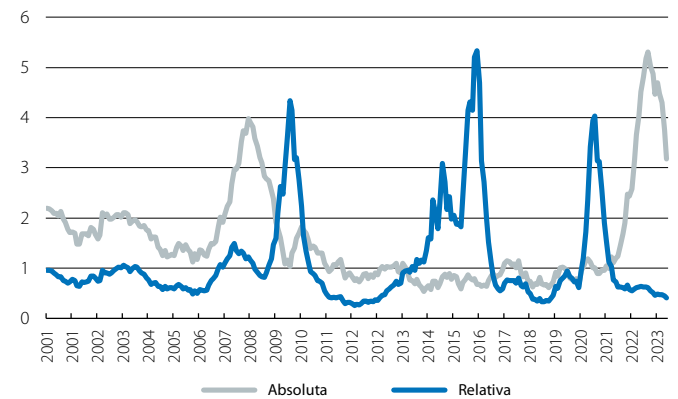
(%)



Nota: O WAI é o indicador semanal de atividade (económica) produzido pelo Bundesbank.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Bundesbank e do Eurostat.

Zona Euro: dispersão da inflação global entre países

Índice



Nota: A dispersão absoluta corresponde ao desvio-padrão entre países; a dispersão relativa é calculada dividindo os valores acima referidos pela média móvel de 6 meses da inflação para o conjunto da Zona Euro.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

O que está a acontecer à indústria do mundo?

Desde o início do ano, vários indicadores mostram uma nítida discrepância entre a atividade da indústria manufatureira e do setor de serviços. Com efeito, os índices PMI mundiais revelam que a atividade industrial tem vindo a arrefecer desde o início do ano passado (estando já estagnada ou em declínio em alguns países), ao passo que o sector dos serviços tem revelado uma recuperação notável.

Parte desta discrepância entre a indústria manufatureira e os serviços deve-se à sua diferente natureza cíclica. O consumo de bens duradouros e a produção industrial são altamente cíclicos e sensíveis a alterações nas condições monetárias. Por conseguinte, é evidente que o aumento significativo da restritividade das condições monetárias mundiais desde o início de 2022, acabou por arrefecer a atividade no sector industrial. No entanto, há outras razões para que a atual discrepância setorial atinja o seu nível mais elevado desde a crise financeira de 2008.

As consequências da pandemia ainda se fazem sentir

O eclodir da COVID e as medidas de confinamento adotadas causaram uma perturbação sem precedentes nas cadeias de abastecimento mundiais. Com a lenta retoma da atividade, as empresas começaram a acumular inventários como «medida de precaução». Além disso, à medida que as restrições foram levantadas, os consumidores redirecionaram as suas despesas para os serviços, em detrimento das despesas em bens, especialmente bens duradouros. Estes dois elementos explicam porque é que o sector industrial se encontra com níveis muito elevados de inventários que limitam o progresso da sua produção. De facto, quanto mais elevado for o nível de existências atingido, mais fraco será o desempenho da nova produção na indústria. Podemos constatar facilmente esta relação através dos inquiridos PMI, que mostram que o problema dos inventários é particularmente acentuado nos países da Zona Euro. Além disso, a persistência de um elevado apetite por serviços à escala mundial não aponta para uma retoma substancial e sustentada da atividade industrial nos próximos meses.

China: arrasto ou lastro?

As esperanças de que a reabertura da China fosse o catalisador da economia mundial em geral, e da atividade industrial em particular, estão a ser goradas. O bom início do ano para a economia chinesa, após o fim de três anos de políticas de COVID-19 zero, deu lugar a uma fase de apatia: até agora, este ano, a sua produção industrial cresceu apenas 4% (9% em média entre 2010 e 2019) e as importações diminuíram 7%. Os países mais afetados pela fraqueza das importações chinesas são os que têm relações comerciais mais estreitas, incluindo a Coreia do Sul, o Japão, Taiwan e os países da ASEAN, que, no seu conjunto, representam quase um terço das importações chinesas, bem como a UE, com 14%, os EUA com 8% e a Austrália com 7%.

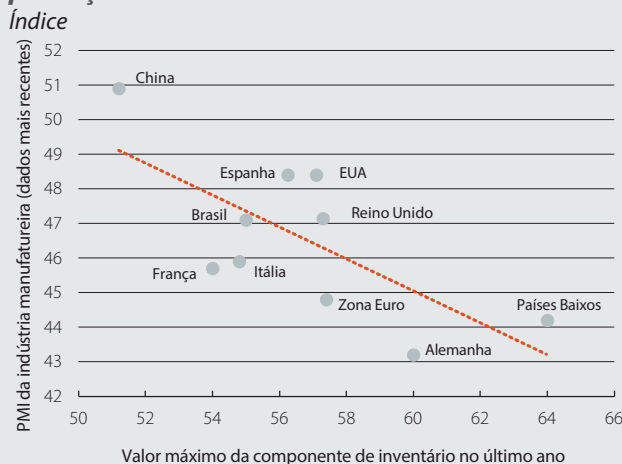
Mas, para além disso, o padrão de crescimento da economia chinesa é muito diferente do que se verificou noutras

Global: PMI



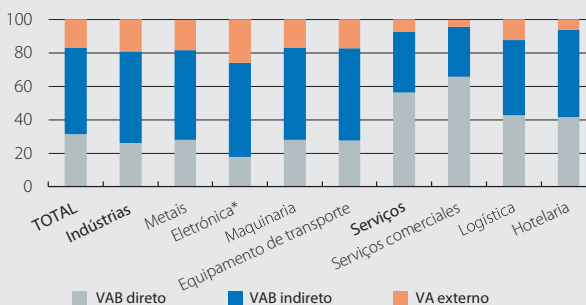
Fonte: BPI Research, com base nos dados do PMI Markit, via Refinitiv.

PMI da indústria manufatureira: inventários vs. produção



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

China: decomposição da produção bruta (% da produção bruta total e sectorial)



Notas: A produção bruta no total, e em cada sector, é a soma do valor acrescentado bruto (VAB) direto, com origem direta no sector final de produção, e do VAB indireto, com origem noutras sectores do mesmo país e depois incorporado no produto final, e o valor acrescentado externo, gerado no estrangeiro e incorporado nas importações. O cálculo do VAB indireto inclui também o chamado VAB reimportado (ou seja, produtos ou serviços originalmente gerados no mesmo país, exportados e depois reimportados como parte de um produto ou serviço intermédio e incorporados no produto final no sector de destino).

* O sector da eletrónica inclui computadores, produtos eletrónicos e elétricos.

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

fases de recuperação: o motor desta retoma é o consumo privado,¹ em especial nos serviços, que tem uma menor capacidade de «arrastamento» sobre os outros sectores nacionais e sobre a economia internacional. No terceiro gráfico, subdividimos a produção bruta da economia chinesa em (i) valor acrescentado bruto (VAB) gerado diretamente por um sector (VAB direto); (ii) o VAB que um determinado sector gera indiretamente noutros sectores do próprio país (VAB indireto), e (iii) o VA que é gerado no estrangeiro e importado pela China (VA externo). Por outras palavras, tanto o VAB indireto como o VA externo dão-nos um sinal da capacidade do «efeito de arrastamento» interno e externo, respetivamente, de cada sector específico.

Verificamos que o sector da indústria manufatureira tem um importante efeito de arrastamento externo (em particular nas indústrias cujas cadeias de valor estão mais integradas globalmente, como a eletrónica). Em contrapartida, os serviços (em particular os serviços de natureza presencial, como a hotelaria e a restauração) têm um efeito de arrastamento externo muito menor, o que explica que o atual padrão de recuperação da economia chinesa não esteja a «puxar» a economia mundial.

Com efeito, os dados apontam nesse sentido. Por exemplo, o crescimento das exportações da UE para a China até agora este ano é de apenas 2,0%, em comparação com taxas de cerca de 10% entre 2010 e 2019. É também de salientar a fraqueza do sector das máquinas e do material de transporte,² que representa 50% do total das exportações europeias para a China, e que diminuiu 8% este ano (para o resto do mundo cresceu 15%).³

A indústria europeia enfrenta os seus próprios desafios

A crise energética provocada pela guerra na Ucrânia está a afetar particularmente a indústria na Europa. No âmbito da sua estratégia para reduzir o impacto do aumento substancial dos preços da energia no último ano e dissociar o continente do abastecimento de gás russo, a UE propôs um plano para reduzir o consumo de gás em, pelo menos, 15%, com efeitos entre agosto de 2022 e 31 de março de 2024. Esta meta foi atingida e contribuiu para que o nível das existências atingisse um nível recorde para a época. Com base nos dados do Eurostat, a partir de agosto de 2022, o consumo de gás na Europa é quase 18% inferior à média registada no mesmo período dos cinco anos anteriores. Este ajustamento, que foi realizado graças aos esforços das

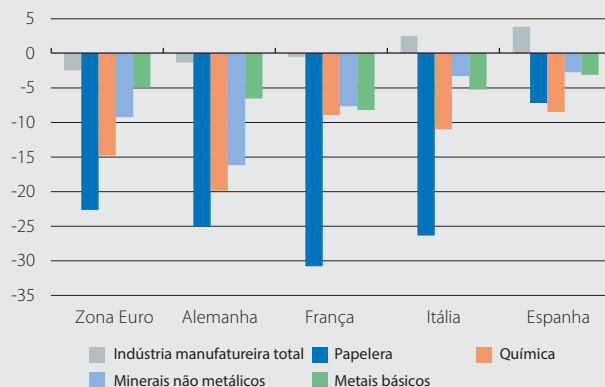
1. Estima-se que o consumo privado tenha contribuído com 3 p. p. para o crescimento de 4,5% no 1T 2023 (em comparação com 1,6 p. p. do investimento e -0,1 p. p. do comércio externo), enquanto em períodos de recuperação anteriores, o «trabalho pesado» recaiu sobre o investimento, por exemplo, após a crise financeira de 2008, quando em 2009-2010 a China registou um crescimento médio de 10% e uma contribuição média do investimento de mais de 6 p. p.

2. Conforme a definição utilizada pelo Eurostat (SITC Rev. 3), a gama de produtos do sector das máquinas e do material de transporte é extensa e inclui a maioria dos produtos de alta tecnologia. Estes incluem maquinaria industrial, telecomunicações, produtos elétricos e eletrónicos, bem como equipamento de transporte.

3. Utilizamos dados de exportação mensais do Eurostat a nível agregado e setorial. Últimos dados disponíveis: abril de 2023. Acresce que, no caso da China, deve ser recordado o efeito de base «favorável», relacionado com a vaga de confinamentos sofrida no país entre fevereiro e maio de 2022.

Zona Euro: produção na indústria manufatureira e nos sectores de elevada intensidade energética

Varição acumulada desde o início da guerra na Ucrânia (%)



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

famílias e da indústria, também se reflete no desempenho da atividade industrial.

De facto, os sectores mais afetados são os que têm maior intensidade energética: como o papel, os produtos químicos, os metais de base e os minerais não metálicos (incluindo o cimento e o betão), são responsáveis por 65% do gás total e 54% da eletricidade consumida por toda a indústria na UE. Além disso, a Alemanha e a Itália foram as economias mais expostas ao gás russo (em 2021, o gás russo representou mais de 60% e 40%, respetivamente, do total das importações de gás), o que explica por que razão os seus setores com utilização intensiva de energia foram mais afetados do que a média da Zona Euro. Embora as perspetivas para o cenário energético tenham melhorado nos últimos meses, a indústria europeia enfrenta desafios significativos no processo de dissociação da Rússia, bem como na descarbonização da economia.⁴

Um ambiente difícil para a indústria

A fraqueza da indústria global é uma consequência de vários fatores e não é provável que haja uma reviravolta sustentada a curto prazo. Os consumidores continuam a dar prioridade às despesas em serviços, em detrimento do consumo de bens duradouros, tal como indicam vários inquéritos de confiança. Parte desta procura mais fraca de bens de consumo duradouros deve-se à persistência de condições monetárias restritivas, que continuarão a pesar sobre a produção industrial. Mais ainda, mesmo que a China retome o seu padrão de crescimento, prevê-se que cresça a menos de 5,0% nos próximos anos, em comparação com uma média de 8% na década anterior à pandemia, pelo que o seu efeito de arrastamento sobre a indústria mundial será também menor. Acrescem a estes fatores as mudanças estruturais provocadas pelas novas tendências de desglobalização – que conduzirão à minimização dos riscos geopolíticos nas cadeias de valor, deslocando partes destas para países geográfica ou politicamente mais próximos –, às quais dedicaremos certamente outros artigos no futuro.

4. Ver Sgaravatti, G., Tagliapietra, S. e Zachmann, G. (2023). «Adjusting to the energy shock: the right policies for European industry». Policy Brief 11/2023, Bruegel.

Inflação europeia: princípio do fim ou fim do princípio?

A inflação na Zona Euro tem vindo a diminuir sustentadamente (-5 p.p. desde que atingiu o seu pico no outono passado) por uma razão nítida: a energia. As pressões sobre os preços da energia dissiparam-se a uma intensidade e ritmo proporcionais ao impulso que tiveram em 2022. A questão que se coloca agora é se a inflação vai continuar a cair abruptamente para 2% ou se, tal como um veleiro, após sair do porto, vai encontrar novas correntes de ar que o empurrem. Por outras palavras, com a flexibilização da energia, começa o fim da inflação ou inicia-se um novo capítulo de inflação mais baixa do que em 2022, mas com mais resistência a novas reduções?

Desinflação recente

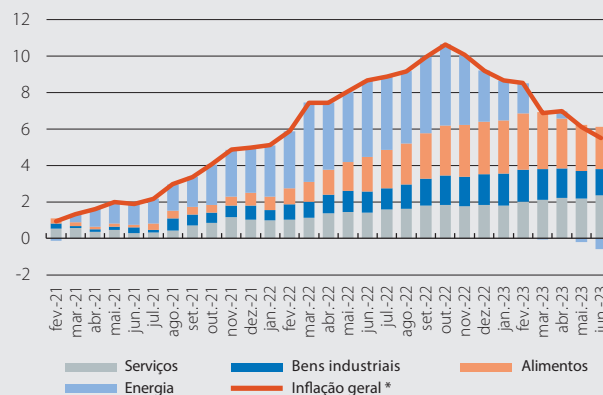
A analogia entre a inflação e a navegação não é gratuita. Conforme mostra o primeiro gráfico, a inflação, no seu início, era essencialmente uma questão de energia: responsável por 50% da inflação total, a energia exerceu uma forte pressão em 2021 e 2022. Em 2023, a sua contribuição direta caiu para zero, mas deixa atrás de si uma inflação mais elevada no resto do cabaz: alimentos, bens e serviços.

A inflação mais elevada destas componentes é, em grande medida, um efeito indireto dos custos da energia na produção de alimentos, bens e serviços. Além disso, os produtos alimentares e industriais sofreram as suas próprias pressões (guerra na Ucrânia e estrangulamentos nas cadeias de abastecimento mundiais), que se repercutem noutros preços. Com o abrandamento dos preços da energia e dos produtos alimentares nos mercados internacionais, e a normalização total dos estrangulamentos (desde há meses), estes efeitos indiretos estão também a desaparecer. De facto, a desinflação já é visível nos últimos dados. Em maio, a inflação em todas as principais componentes do IHPC da Zona Euro diminuiu (numa sincronia não observada desde 2013 e praticamente ininterrupta em junho). Além disso, as leituras mais «em tempo real» mostram uma inflação mais próxima dos 3%-4% do que dos 5%-6% indicados pelas variações homólogas (ver segundo gráfico).¹

Há toda uma bateria adicional de preços que dá confiança nesta moderação da inflação. Os preços no consumidor, tal como captados pelo IPC, são o resultado de uma cadeia de formação de preços. Os indicadores disponíveis ao longo desta cadeia evoluem praticamente numa única direção: desde as intenções de fixação de preços das empresas (ver terceiro gráfico) até aos preços da produção industrial e aos preços dos produtos alimentares à saída da explora-

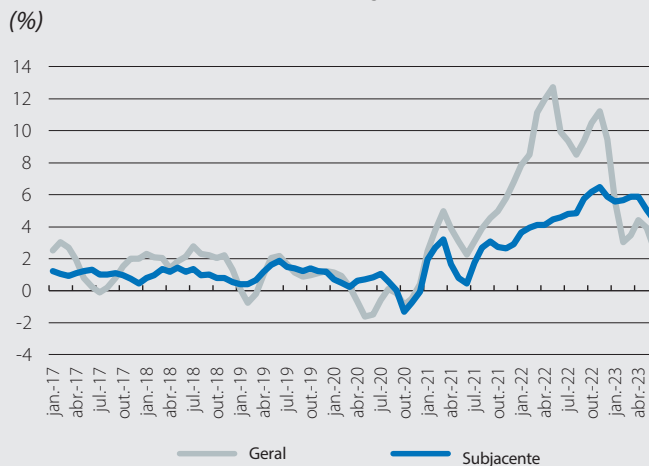
1. Numa base anual, a inflação reflete não só o crescimento dos preços no último mês, mas também o dos 11 meses anteriores. Em contrapartida, a inflação trimestral ou mensal (devidamente corrigida de sazonalidade e anualizada) fornece um sinal mais recente (mas também mais volátil).

Zona Euro: contribuição para a inflação geral (p.p.)



Nota: * Variação homóloga.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

Zona Euro: inércia da inflação *



Nota: * A inércia é definida como a variação anualizada da média trimestral do IHPC em relação aos três meses anteriores (ajustada sazonalmente).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

Zona Euro: intenções de preços de venda conforme inquéritos da empresa

Balço (%)*



Nota: * Diferença entre o número de empresas que esperam «aumentos» de preços e as que esperam «diminuições» de preços.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

ção (ver quarto gráfico), está a instalar-se uma desinflação setorial generalizada. E, à medida que se filtra pela cadeia, tornar-se-á mais visível nos preços ao consumidor nos próximos trimestres.

Por conseguinte, devido à continuação do desanuiamento dos preços da energia e dos produtos alimentares e ao bom funcionamento da cadeia de fornecimento mundial, os ventos da inflação serão conduzidos numa direção diferente: o aumento das margens e dos salários, no seu esforço para atenuar a perda de poder de compra que a inflação passada impôs às empresas e às famílias. Devido à sua maior intensidade de mão de obra, os serviços do IPC podem ser mais sensíveis a esta dinâmica salarial. No entanto, os serviços também sofrem do efeito desfasado dos fluxos originais (energia, alimentação e estrangulamentos), tal como se reflete em itens como os serviços de transporte, restaurantes e hotéis ou serviços de manutenção e reparação.² Tal como o resto do cabaz, estes tipos de serviços perderão força e, de facto, a desinflação já é perceptível em várias medidas de inflação subjacente (ver quinto gráfico).

Passos seguintes

Paralelamente ao desaparecimento dos fluxos originais, a desinflação será acompanhada de volatilidade, de efeitos de base e do novo fluxo de margens e salários nos próximos meses. Em primeiro lugar, não só existem fatores idiossincráticos que, ocasionalmente, geram volatilidade (como os subsídios aos transportes na Alemanha),³ como a retirada das medidas fiscais contra a crise energética terá um efeito de base significativo na inflação da área do euro: +0,5 p. p. em 2024, conforme as estimativas do BCE.⁴

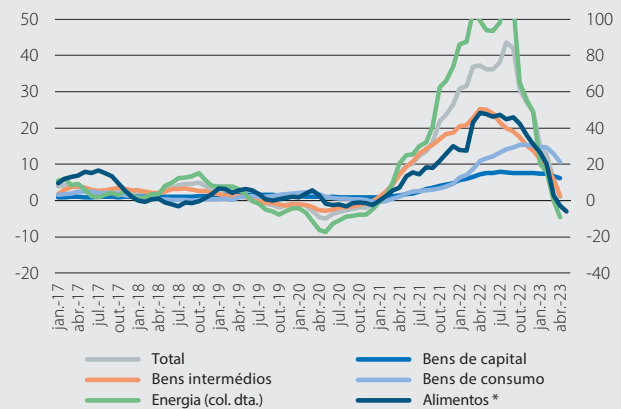
Ainda assim, a economia chinesa também pode desempenhar um papel importante. Por um lado, o abandono da política de COVID-19 zero ajudará a evitar distorções na cadeia de fornecimento mundial, como as que afetaram os preços em 2021-2022. Por outro lado, a força da retoma inicial da economia chinesa suscitou receios de pressão sobre os preços internacionais das matérias primas, mas os dados mais recentes revelam uma perda de dinamismo que, para a inflação europeia, poderá proporcionar um alívio adicional.

Por último, vários estudos apontam para o papel crescente das margens e dos salários.⁵ No que respeita à política

2. Todos eles com taxas de inflação de cerca de 8% nos últimos meses.
 3. Concretamente, entre junho e agosto de 2022, o Governo alemão lançou um «bilhete de 9 euros» que permitiria viajar em autocarros e comboios em toda a Alemanha. Consoante as estimativas do instituto de estatística (Destatis, comunicado de imprensa n.º 296, de 13 de julho de 2022), a medida reduziu a inflação alemã nesses meses em 1 p. p., um efeito que, entre junho e agosto de 2023, irá contrariar e fazer-se sentir no conjunto da zona euro (a Alemanha tem um peso de quase 30% no cabaz do IHPC).
 4. Projeções macroeconómicas do BCE de março de 2023.
 5. Ver a última entrada no blog do FMI (26/06/2023), *Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains*.

Zona Euro: preços de produção

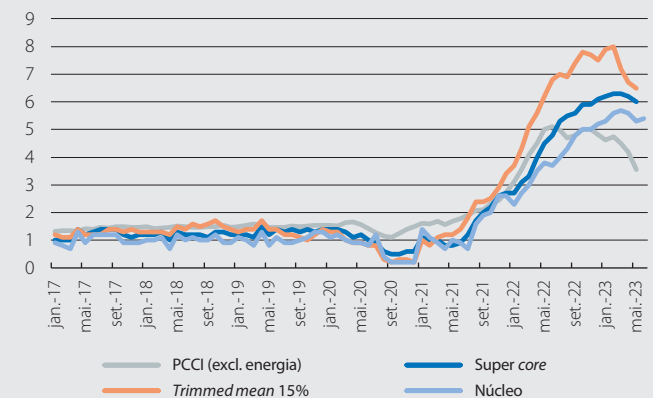
Variação homóloga (%)



Nota: *Índice de preços no produtor compilado pelo BCE.
 Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e do BCE.

Zona Euro: medidas de inflação subjacente

Variação homóloga (%)



Nota: A inflação base exclui a energia e os produtos alimentares; a trimmed mean 15% exclui 15% de componentes mais voláteis; o Super core inclui apenas as componentes da inflação subjacente que são sensíveis ao ciclo económico (output gap), e o PCCI é a média de uma componente comum de baixa frequência nos países da Zona Euro.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

monetária, um argumento que dá alguma segurança quanto ao papel das margens é o facto de a sua defesa ser limitada pela força da procura agregada – uma procura que provavelmente arrefecerá com a maior restritividade das condições financeiras.

No que respeita aos salários, os dados disponíveis sugerem que, longe de entrarem em espiral, estão enquadrados por um crescimento que atenua a perda de poder de compra. Por exemplo, a remuneração por trabalhador avançou 5,2% em termos homólogos no 1.º trimestre de 2023 e acumulou um crescimento de 10% desde o 4.º trimestre de 2020. No entanto, quando ajustado à inflação, este ganho transforma-se num declínio acumulado de 5%. Até 2023, as previsões, como as do BCE, apontam para um crescimento salarial ligeiramente superior a 5%, com a remuneração real (ajustada à inflação) por trabalhador ainda 3% abaixo dos níveis registados antes da

guerra na Ucrânia. Além disso, indicadores mais avançados, como o Indeed.com (ver último gráfico), sugerem que, para além da recuperação «mitigadora» dos últimos meses, não se regista qualquer nova aceleração salarial. Com estes números de um lado do balanço, razoavelmente em linha com a perspectiva de desinflação gradual, do outro lado a política monetária é confrontada com a incerteza quanto à evolução futura dos salários – incerteza acentuada pelos níveis de emprego em máximos históricos e pelo desemprego em mínimos históricos. O futuro ainda está por escrever, mas nos EUA, onde o mercado de trabalho tem sido nitidamente mais apertado desde há algum tempo e onde o crescimento dos salários tem sido um pouco mais elevado, os estudos sugerem que a contribuição dos salários para o crescimento do IPC tem sido até agora quantitativamente modesta.⁶

Zona Euro: salários

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat, do BCE e do Indeed.com.

6. Ver Shapiro, A. H., (2023), «How Much Do Labor Costs Drive Inflation?», FRBSF Economic Letter, e Bernanke, B. e Blanchard, O. (2023), «What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?» Hutchins Center Working Paper n.º 86.

Sector imobiliário chinês: devagar, mas com segurança

Desde a sua liberalização na década de 1990 até à notável correção do sector em 2021, o mercado imobiliário chinês foi uma das forças motrizes da economia. Após anos de forte crescimento, em 2016, a famosa frase «a habitação é para viver, não para especular» começou a inundar as manchetes dos jornais e a refletir as preocupações emergentes dos decisores políticos sobre a sustentabilidade do sector. Assim, depois de uma primeira tentativa em 2017, em agosto de 2020 os reguladores intervieram no mercado com as famosas «três linhas vermelhas», políticas restritivas que procuravam controlar o endividamento excessivo dos promotores imobiliários.¹ Foi no contexto desta regulamentação que os elevados níveis de endividamento suportados pelos principais promotores acabaram por conduzir aos problemas da Evergrande em meados de 2021,² acontecimento que desencadeou o contágio a outros promotores e deu lugar a uma fase de correção das transações e dos preços da habitação.

Para remediar a situação, no início de 2022, os principais reguladores do país anunciaram um plano de ação para aliviar as medidas restritivas tomadas em 2020 e atenuar a escassez de liquidez dos promotores que Pequim considera de «boa qualidade». Nesta fase da conjuntura económica, abordamos agora a evolução recente do sector imobiliário, com destaque para os preços da habitação, as vendas e a saúde financeira dos agentes envolvidos.³

A correção no sector imobiliário

O índice de referência para os preços do sector imobiliário chinês é o preço médio das novas habitações nas 70 principais cidades da China. Este registou taxas de crescimen-

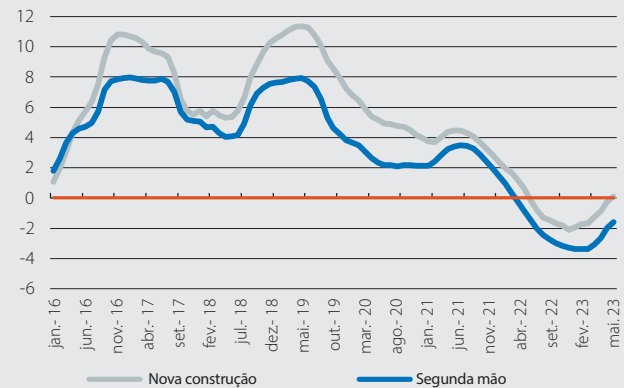
1. Estas incluem um limite de 70% no rácio de passivos em relação a ativos, um limite de 100% no rácio de alavancagem líquida e um coeficiente mínimo de 1 no rácio de liquidez (em relação à dívida de curto prazo). Consoante o número de «linhas vermelhas» que não cumpram, os promotores enfrentam limites diferentes para o crescimento da sua dívida e, no limite, podem perder o acesso ao crédito.

2. A Evergrande é o maior promotor imobiliário da China e do mundo em termos de ativos. Com um passivo de mais de 300.000 milhões de dólares, entrou em incumprimento das suas obrigações em 2021. Depois de não ter cumprido as suas obrigações financeiras, a Evergrande entrou numa situação de «insolvência cruzada» (*cross-default*), em que o incumprimento de um único credor é suficiente para que outros possam reclamar os seus empréstimos. As suas ações em Hong Kong foram congeladas e estima-se que a empresa tenha perdido cerca de 90% do seu valor desde esse ano. Nos últimos anos, fornecedores e credores reclamaram centenas de milhares de milhões de dólares em faturas pendentes.

3. Por um lado, as famílias, devido aos elevados montantes de entrada quando contraem um empréstimo hipotecário, têm mantido dívidas hipotecárias relativamente baixas. No entanto, a dívida hipotecária aumentou nos últimos anos e os números oficiais não incluem a parte da dívida relativa ao *shadow banking*. Por outro lado, a situação dos principais promotores continua a apresentar problemas de solvabilidade. Ver Focus: «O sector imobiliário chinês (parte II): aterragem de emergência ou voo a baixa altitude?» no documento IM03/2022 para mais informações sobre a situação financeira, a notação de crédito e a estrutura da dívida dos maiores promotores chineses.

China: preços médios das habitações nas 70 maiores cidades

Variação homóloga (%)



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

to extraordinárias durante o período 2016-2019, atingindo um pico de mais de 11% em termos homólogos anuais em abril de 2019. Desde então, os preços das casas novas sofreram uma correção, com taxas negativas durante a maior parte de 2022 e atingindo o seu ponto mais baixo em outubro, altura em que começaram a recuperar gradualmente. Por conseguinte, conforme os dados mais recentes, o preço médio das habitações recém-construídas aumentou timidamente em maio de 2023 (+0,1% em termos homólogos vs. -0,2 em abril e -0,8% em março), o primeiro aumento nos últimos 13 meses.

No entanto, as leituras tornaram-se cada vez mais díspares e reflectiram um comportamento divergente do mercado imobiliário entre os diferentes tipos de cidades, classificadas como de nível 1, de nível 2 e de nível 3 e inferior.⁴ Enquanto as duas primeiras já registam uma evolução positiva dos preços em relação a 2022, as cidades do nível 3 e inferior continuam a registar quedas substanciais de preços. O mesmo acontece com os preços das casas em segunda mão.

Entretanto, as vendas de casas começaram a cair de forma generalizada no início de 2022, embora o seu ritmo de crescimento já estivesse a abrandar desde meados de 2021. A contração máxima foi atingida em maio de 2022, com uma queda de mais de 34% em termos homólogos anuais. Recentemente, e após o abandono das políticas de COVID-19 zero, o sector começou a dar os primeiros sinais de recuperação, com uma retoma das vendas e das compras em março último. Após uma recuperação inicial, impulsionada principalmente pela libertação da procura reprimida pela COVID, desde abril que os indicadores têm

4. O nível 1 inclui as quatro cidades economicamente mais desenvolvidas; o nível 2, as 15 seguintes, e o nível 3, o resto.

vindo a abrandar, especialmente no que diz respeito às vendas de novas habitações e às vendas de terrenos para construção habitacional. A conclusão de novas habitações foi a exceção, com taxas anuais superiores a 30%, principalmente devido a políticas destinadas a garantir a entrega de casas pré-vendidas.

Situação atual

A atual fase do ciclo imobiliário é diferente das que poderíamos ter encontrado no passado, visto que as autoridades são muito mais cautelosas na escolha e implementação de medidas expansionistas para reanimar o sector imobiliário, dando prioridade a uma recuperação sustentável e sem desequilíbrios. A isto soma-se a revisão das perspetivas de crescimento da procura de habitação, que se estima ser inferior ao anteriormente previsto,⁵ e pelo facto de as autoridades estarem empenhadas em dar prioridade à utilização de recursos em sectores mais estratégicos, como a inovação e o desenvolvimento tecnológico.

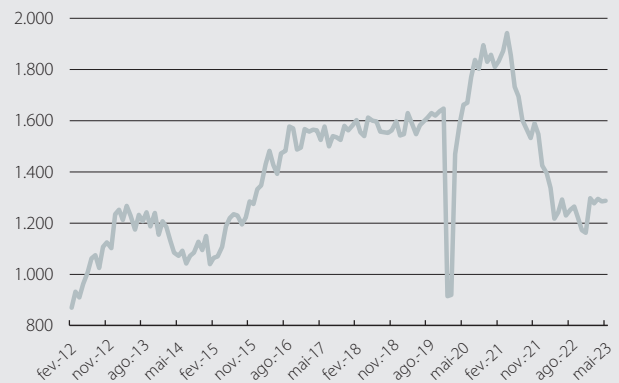
No entanto, houve medidas de flexibilização, mas de carácter muito mais específico. Assim, verificou-se uma flexibilização das condições de crédito para os novos compradores de habitação (em abril de 2023, a taxa média das hipotecas para os novos compradores, era de quase 160 p.b. inferior ao de outubro de 2021), foi concedido apoio financeiro adicional aos promotores para garantir a entrega de habitações pré-vendidas⁶ e, também, como um maior incentivo político à urbanização e à habitação pública, entre outras medidas. Além disso, a recente ronda de cortes nas taxas de juro pelo Banco Popular da China também deu algum fôlego ao sector.

5. Em particular, esta perspetiva de baixa reflete o envelhecimento da população chinesa (exacerbado pela lei do filho único em vigor de 1982 a 2015) e um ritmo mais lento de migração das zonas rurais para as zonas urbanas.

6. Estas incluem novos objetivos quantitativos para o crescimento do crédito, regimes de garantia de obrigações e a concessão de empréstimos improdutivos a promotores selecionados. Além disso, os requisitos de depósito de garantia pré-venda para os promotores elegíveis também foram flexibilizados e os limites de concentração de empréstimos imobiliários para os bancos foram adiados.

China: venda de habitação nova

(Milhões de m²) *



Nota: * Ajustado sazonalmente e anualizado.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do CEIC, do Wind e do Capital Economics.

Em suma, a evolução recente dos preços e das vendas da habitação, bem como outros indicadores avançados (como os PMI),⁷ sugerem que, em 2023, o sector imobiliário iniciou uma recuperação, embora gradual. Após uma recuperação inicialmente forte, impulsionada pela procura reprimida durante a pandemia, o sector será apoiado de forma mais seletiva pelas autoridades nos próximos meses, com a intenção de procurar um crescimento mais sustentável.

7. O índice de construção compilado pelo Instituto Oficial de Estatística da China tem sido muito otimista nos primeiros cinco meses do ano, tendo atingido o seu pico (65,6 pontos) em março.

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	04/23	05/23	06/23
Atividade									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,8	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	8,9	9,4	7,5	5,9	3,8	3,9	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	103,7	102,5	109,7
Produção industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,4	0,2	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	47,1	46,9	46,0
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.636	1.446	1.405	1.375	1.340	1.631	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	306	313	310	303	302	304,8	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,7	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,4	60,3	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,6	-3,7	-4,0	-3,9	-3,7	-3,6	-13,0	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	4,9	4,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,5	5,3	...

JAPÃO

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Atividade									
PIB real	2,2	1,0	1,8	1,5	0,4	1,9	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	35,4	36,0	36,2
Produção industrial	5,8	0,0	-3,4	3,7	0,7	-1,8	0,2	3,1	...
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	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	-3,7	-2,0	-3,0	-3,8	-4,0	-14,9	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	-0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,5	3,2	...
Taxa de inflação subjacente	-0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	4,1	4,2	...

CHINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	0,4	3,9	2,9	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	-0,8	-4,6	3,5	-2,7	5,8	18,4	12,7	...
Produção industrial	9,3	3,4	0,6	4,8	2,8	3,2	5,6	3,5	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,1	49,5	48,1	51,5	49,2	48,8	49,0
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	890	825	910	890	938	977,3	962,8	...
Exportações	30,0	7,1	12,9	10,0	-6,8	0,1	8,0	-8,0	...
Importações	30,0	1,0	1,1	0,3	-6,4	-7,0	-7,9	-4,5	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	2,2	2,7	1,8	1,3	0,1	0,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,6	6,9	7,1	6,8	6,9	7,0	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	1,0	1,1	-0,5	-2,5	-2,5	-2,6	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,8	2,3	2,1	3,5	2,1	0,5	0,2	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-22,7	-26,9	-26,9	-26,9	-17,5	-17,4	-16,1
Sentimento económico	110,7	101,9	103,9	96,5	96,5	96,5	98,9	96,4	95,3
PMI indústrias	60,2	52,1	54,1	49,3	49,3	49,3	45,8	44,8	43,4
PMI serviços	53,6	52,1	55,6	49,9	49,9	49,9	56,2	55,1	52,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,5	...	2,8	1,8	1,6	1,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	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	7,1	7,0	7,0	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	7,9	7,8	7,6	...
PIB real (variação homóloga)	5,5	3,5	4,3	2,5	1,8	1,0	-	-	-
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	04/23	05/23	06/23
Inflação geral	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	7,0	6,1	5,5
Inflação subjacente	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,6	5,3	5,5

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	04/23	05/23	06/23
Balança corrente	2,5	-1,2	0,6	-0,8	-1,2	-0,5	-0,4	...	...
Alemanha	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	4,4	4,7	...	...
França	0,4	-2,2	-0,4	-1,4	-2,2	-1,9	-1,8	...	...
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	94,5	93,6	...

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	04/23	05/23	06/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	6,2	8,5	7,9	5,7	4,6	4,0	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	2,5	2,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	3,8	4,3	...	...
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	4,0	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	-3,4	-6,2	-7,5	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	21,0	22,5	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,6	2,2	4,1	7,5	19,4	21,5	24,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	1,8	2,3	...	...

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

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

Atividade num ciclo virtuoso?

Informação disponível para o 2T sugere desempenho mais positivo do que o antecipado anteriormente, suportado pelo consumo e pelo turismo. Os indicadores relativos ao consumo privado – vendas a retalho, venda de carros e pagamentos com cartões multibancos – revelaram-se fortes em maio, suportados por um mercado de trabalho resiliente. Adicionalmente, os indicadores relativos ao turismo continuam de vento em popa, com o número de turistas e voos acima dos níveis de 2019. Tudo isto se reflete no sentimento dos agentes económicos, que em junho melhorou entre os consumidores e nos setores da construção e dos serviços. Alguns destes fatores deverão manter-se ativos na segunda metade do ano, nomeadamente a força da atividade turística e a resiliência do mercado de trabalho, a que outros se poderão juntar, como por exemplo o impulso ao investimento que poderá vir dos fundos europeus. Em concreto, é provável que a aprovação de investimentos financiados pelos fundos europeus PT 2020 acelere, pois ainda estão disponíveis até ao final de 2023 2,9 mil milhões de euros (que se não forem aplicados terão que ser devolvidos à UE). Neste cenário, consideramos que há espaço para uma melhoria ligeira das nossas projeções para o crescimento, alteração que faremos no próximo mês.

Inflação abaixo dos 4% em junho. A estimativa rápida do IPC coloca a inflação em junho abaixo dos 4% (3,4%), algo que não acontecia desde antes do início da guerra na Ucrânia, em janeiro de 2022. A inflação subjacente também desceu, para 5,2%, mas de forma mais moderada (tinha sido de 5,4% em maio). Apesar disso, vimos novamente uma subida mensal relevante nos preços dos produtos alimentares não transformados (0,7%), depois de terem descido mensalmente -2,3% em maio com o início da aplicação da medida de «IVA zero». Os efeitos de base na energia (que ainda serão fortes em julho) e a descida homóloga dos preços na produção sustentam a tendência de descida. Contudo, não devemos esquecer que parte do fenómeno inflacionista português é importado e a inflação está mais elevada na zona euro (5,5%), tendo inclusivamente a componente subjacente mostrado resistência em junho (aumentou 0,1 p. p. para 5,4%).

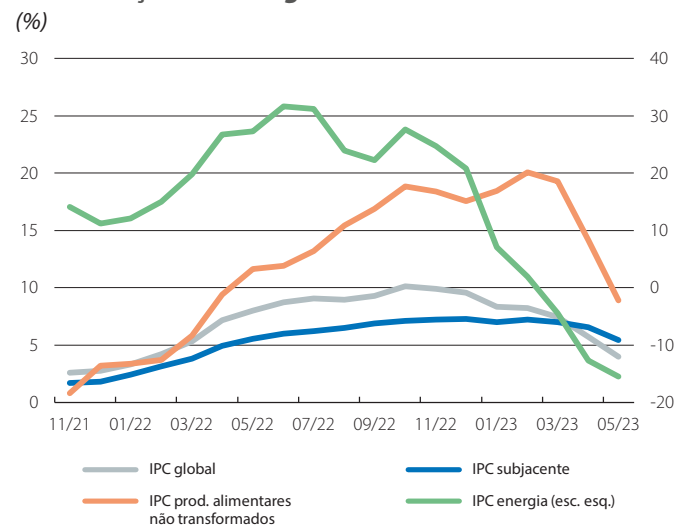
Economia regista capacidade de financiamento face ao exterior no 1T 2023. No ano terminado em março, a capacidade de financiamento situou-se em 0,4% do PIB, uma melhoria significativa face aos -0,6% registados em 2022, resultado das melhorias observadas nos setores da administração pública (ver parágrafo seguinte) e sociedades não financeiras. Entre as famílias a capacidade de financiamento continua a reduzir-se, situando-se no início de 2023 em 0,4% do PIB, refletindo essencialmente a redução da poupança, motivada pelo aumento mais forte do consumo (10,9% homólogo) do que do rendimento disponível (8,2%). Este facto traduziu-se em nova redução da taxa de poupança das famílias para 5,9% do rendimento disponível, um nível apenas comparável aos observados em 2008.

Variações homólogas (Nível)

	abr-23	may-23	jun-23
Indicador de clima económico	2,3	1,6	1,6
Indicador de sentimento económico	102,1	99,0	99,9
Indicador diário de atividade	2,1	3,7	1,5
Vendas a retalho	2,5	3,1	–
Venda de carros	27,8	54,6	–
Importações de bens de capital (acum. ano)	9,1	–	–
Vendas de cimento	8,1	3,3	–
Consumo de eletricidade	-5,6	-2,0	–
Nº Turistas não residentes (mil)	1.669,6	–	–
Nº de voos (yoy 2019)	5,0	5,2	–
Varição desemprego registado (mil pessoas)	-19,0	-10,5	–
Varição no emprego (mil pessoas)	34,6	62,8	–

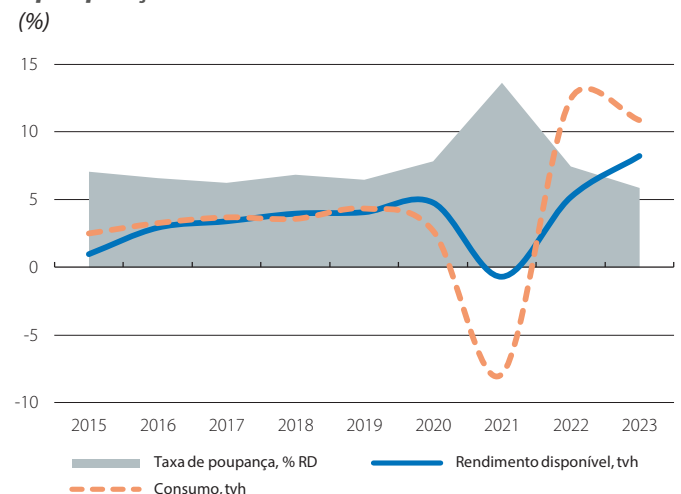
Fonte: Banco BPI, com base em INE, Banco de Portugal, CE.

IPC: variação homóloga



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

Famílias: rendimento disponível, consumo e poupança



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

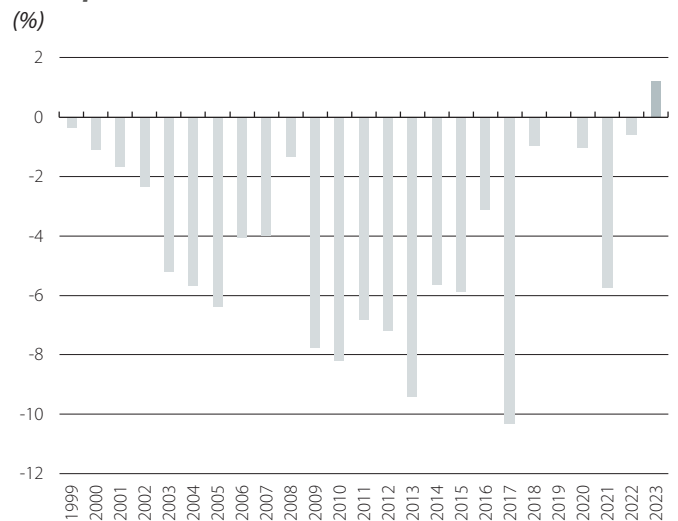
O setor público teve um comportamento muito positivo no 1T do ano, tendo registado o primeiro excedente, em sede de contas nacionais, nos primeiros 3 meses do ano, pelo menos nos últimos 24 anos. Nos três primeiros meses do ano, a administração pública registou um excedente equivalente a 1,2% do PIB, que reflete o impacto da força do mercado de trabalho e o bom momento da atividade na coleta de impostos. Com efeito, face ao período homólogo o aumento da receita de impostos sobre o rendimento e património (12%), sobre a produção e importação (6% yoy), e contribuições e prestações sociais (4% yoy) superou o aumento do consumo (4%) e do investimento (4%) públicos. O bom desempenho no 1T, refletiu-se na obtenção também de um excedente no ano terminado em março equivalente a 0,1% do PIB, o que compara com um défice de 1,7% do PIB no período homólogo e de 0,4% no final de 2022.

Preço das casas entra 2023 a aumentar. No 1T 2023 o Índice de Preços da Habitação (IPH) cresceu 1,3% em cadeia e 8,7% em termos homólogos. Apesar do número de transações estar a descer mais de 20% face ao mesmo período de 2022, o ritmo de crescimento em cadeia dos preços foi mais forte que no 4T 2022 (1,1%) contrariando a tendência de abrandamento em cadeia que já se verificava há três trimestres consecutivos. Já outros dados referentes a maio parecem corroborar a ideia que este mercado está muito resiliente. Por exemplo, o valor mediano de avaliação bancária na habitação foi de 1.510 euros por metro quadrado (mais 19 euros face a abril), e, o *survey* mensal da Confidencial Imobiliário indica que os Promotores imobiliários apresentam expectativas positivas para os preços (a 3 meses).

Em maio, manteve-se a tendência de contração da carteira de crédito e dos depósitos. Começando pelo crédito, houve uma redução de 1,1% homólogo da carteira de crédito do setor privado não financeiro, motivada pelo agravamento do ritmo de queda do crédito a empresas não financeiras para -3,7% homólogo e com o crédito para aquisição de habitação a registar uma contração de 1,5%, pela primeira vez desde junho 2020. Entretanto, o *stock* de crédito a particulares continua a crescer, ainda que a ritmo mais moderado (0,4% yoy em maio vs. 0,8% em abril), resultado do crescimento de 7% yoy do crédito ao consumo.

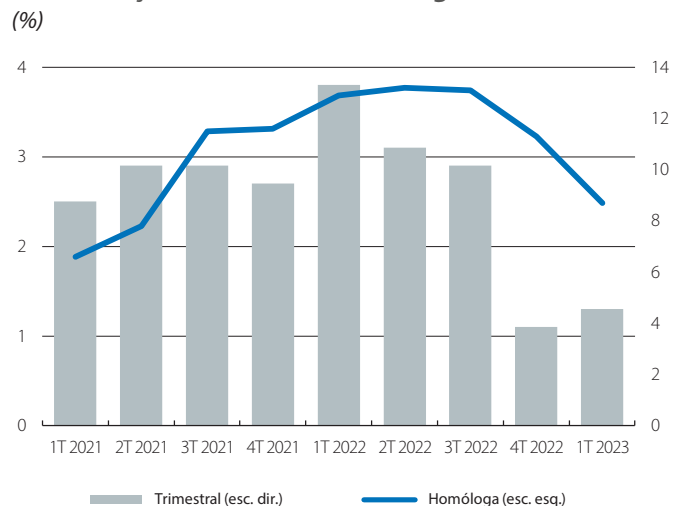
Por sua vez, os depósitos mantêm a tendência de contração, tendo os depósitos totais contraído face a maio de 2022 0,9% (-0,2% em abril). Aqui é a diminuição dos depósitos de particulares o principal fator por detrás deste movimento. Em maio, estes diminuíram 2,7% yoy (-1,6% em abril); enquanto que os das empresas continuam a crescer, mas a ritmo mais lento (1,4% vs. 1,6% em abril). Entretanto, os dados do sistema financeiro no 1T 2023, mostram um pequeno aumento de 1 décima do rácio NPL, motivado pelo agravamento, também de 1 décima dos NPL no crédito ao consumo e outros fins. O rácio NPL das empresas não financeiras regrediu 2 décimas para 6,3%. A solvabilidade do sistema financeiro melhorou no 1T, com o rácio CET1 a situar-se em 15,6% (15,4 no 4T 22); o rácio *cost-to-income* caiu para 39,4%, menos 12,6 pontos percentuais, beneficiando de uma forte melhoria do produto bancário.

Setor público: saldo no 1T (contas nacionais)



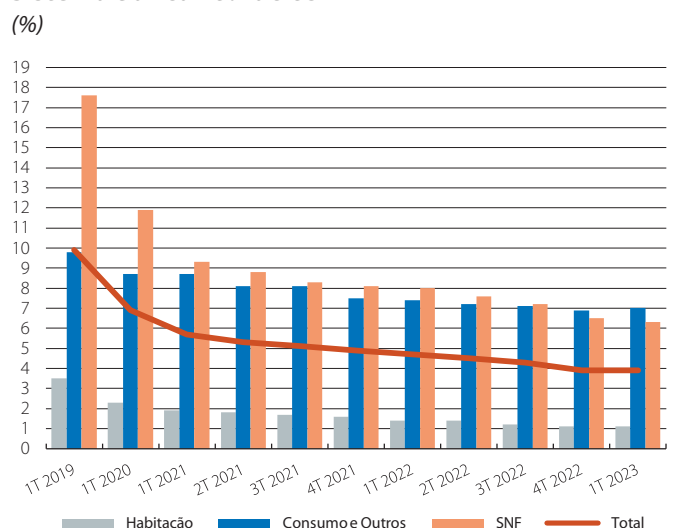
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

IPH: variação trimestral e homóloga



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

Sistema bancário: rácios NPL



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

Back to the future: a nova vaga de turistas dos EUA

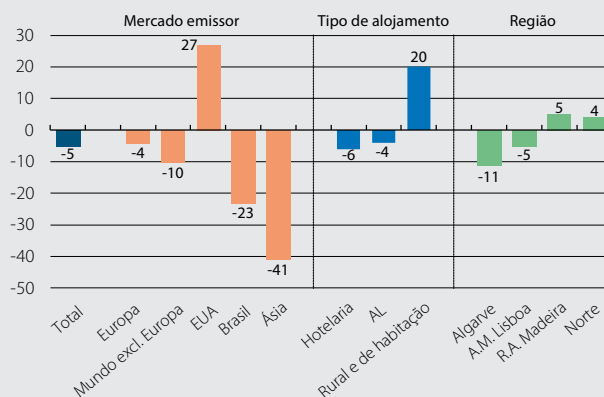
No famoso filme mencionado no título deste artigo, o protagonista tem a oportunidade de viajar no tempo, ao passado, intervir nos seus episódios e tornar o futuro mais harmonioso. Infelizmente, é impossível apagar o episódio negro da pandemia do filme do turismo nacional. Mas, o setor ainda vai a tempo de ser o protagonista e retomar o curso da história feliz que vivia nos últimos anos até 2019: entre 2013 e 2019 Portugal praticamente duplicou o número de hóspedes não residentes, superando os 16 milhões nesse ano. A forma como a recuperação pós-pandemia se tem vindo a desenrolar já em outros artigos foi abordada,¹ mas neste queremos particularizar o que tem ocorrido num dos atuais mercados emissores «estrela»: os Estados Unidos da América (EUA).

Em 2022 a recuperação do turismo de não residentes face aos níveis de 2019 não foi plena como podemos ver no primeiro gráfico. Em termos globais as dormidas ainda foram -5% e o *lag* ainda é maior se falarmos dos outros mercados emissores, excluindo países da Europa. Em especial os turistas asiáticos: a política Covid zero foi muito dura na China e estendeu-se pela quase totalidade desse ano. Duas regiões que em conjunto representaram 60% das dormidas de estrangeiros –Algarve e A.M. Lisboa– registaram ainda -11% e -5% de dormidas, respetivamente. Os EUA aparecem aqui como um *outlier* no sentido positivo: as dormidas em 2022 superaram o nível de 2019 em 27%. Com este desempenho, ultrapassaram a Alemanha tornando-se o quarto maior país emissor de turistas para Portugal (segundo gráfico). A boa tendência continua em 2023, acentuando-se. Por exemplo, o número de hóspedes provenientes dos EUA no 1T 2023 cresceu face ao 1T 2019 uns extraordinários 79%, mais 116 mil turistas. Este número explicou mais de um terço da variação total de turistas não residentes entre estes dois períodos (342 mil). Uma nota também para os sinais de diversificação do setor plasmados no bom crescimento das visitas de turistas oriundos do Canadá e da Polónia. Os volumes transacionais com cartões bancários² são outra evidência desta nova vaga de turismo norte-americano. No 1T 2023 os gastos com cartões dos EUA são os terceiros mais elevados (atrás dos de França e Reino Unido), e, mais especificamente, os gastos destes cartões na categoria «Alojamento» aceleraram uns extraordinários +93,5% comparativamente ao mesmo período de 2022.

Os números são esclarecedores, mas quais serão os motivos? A resposta é multifacetada. Em primeiro lugar, verifica-se um aumento dos pedidos de estatuto de residente e de residentes com origem nos EUA. Em 2021 (últimos

Composição das dormidas de estrangeiros em 2022

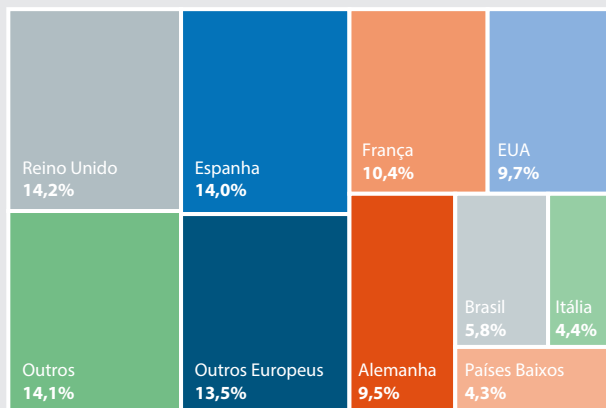
Var. face a 2019 (%)



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

Hóspedes estrangeiros por país (2022)

Em % do total de hóspedes estrangeiros



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

dados disponibilizados pelo INE), os pedidos de estatuto de residente mais do que duplicaram e os residentes com nacionalidade norte-americana aumentaram 44%. Já em 2022, sabemos que Portugal foi o país da UE mais procurado por americanos interessados em mudar-se para o estrangeiro de acordo com dados da Google.³ Mais americanos a viver (ou com interesse em viver) no país tem efeito multiplicador: um maior número de visitas de familiares e amigos mas também mais visitas turísticas com o intuito de conhecer o nosso país antes da decisão de mudança. Por outro lado, observa-se um aumento da capacidade aérea instalada nos voos Portugal-EUA: no verão de 2019 viajou-se para Portugal de 8 cidades através de 4 compan-

3. Mais de 41,2 mil pesquisas mensais em 2022, superando a Espanha (2º país mais pesquisado, com 38,9 mil). Ver <https://www.dnoticias.pt/2022/12/2/338723-portugal-destrona-a-espanha-como-o-destino-europeu-numero-1-para-norte-americanos-se-mudarem-para-o-exterior-em-2022/#>

1. Ver «Verão 2022: balanço da atividade turística» no documento de Informação Mensal de Dezembro 2022.

2. Dados da SIBS analytics.

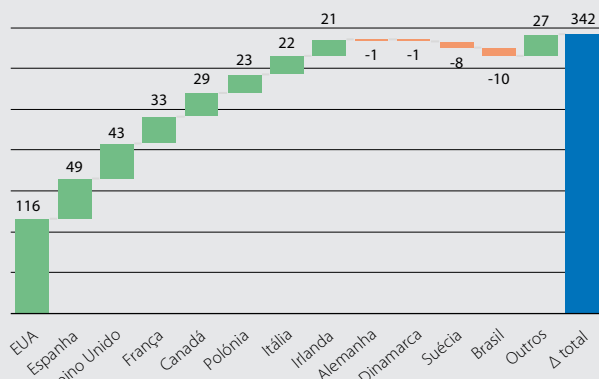
hias aéreas e com uma frequência semanal de 79 voos. Para o verão de 2023 estão previstas 5 companhias aéreas, mais rotas e 121 voos semanais.⁴ Também importante terá sido a campanha «Close to US» levada a cabo pelo Turismo de Portugal e focalizada no mercado dos EUA. Esta campanha arrancou com o «take over» de todos os ecrãs digitais da emblemática praça Times Square em Nova Iorque e ocorreu em associação com o evento de lançamento da figura de cera de Cristiano Ronaldo no museu Madame Tussauds New York. Mas além destas ações emblemáticas, existe um plano mais alargado com a presença do «Destino Portugal» em plataformas de negócio, nomeadamente feiras e *workshops*; a implementação de uma estratégia de relações públicas tendo como alvo os principais *opinion makers* do país; e ainda uma forte campanha de marketing digital. Ademais, Portugal está a beneficiar de outros fatores de competitividade extra-preço, e que são valorizados no atual contexto, especialmente nas dimensões sanitárias e de segurança (quarto gráfico). Por último, outros fatores (domésticos, dos EUA) que genericamente suportam o turismo dos norte-americanos: desemprego historicamente baixo e resiliência do consumo privado; poupanças excedentárias acumuladas no período pandémico; e, preço do *jet fuel* em níveis pré-guerra na Ucrânia.

Mas a importância do mercado dos EUA não deriva só de padrões quantitativos, que já elencámos, mas também qualitativos: os turistas dos EUA são, de entre os principais mercados emissores, os que registam a segunda mais elevada percentagem de dormidas em hotéis de 5 estrelas (39%). Cruzando os dados de receitas de exportação de viagens e turismo da balança de pagamentos⁵ com os dados de hóspedes e de dormidas verificamos que os turistas dos EUA são também os que apresentam o terceiro maior nível de receita por dormida: 543 euros. Ou seja, impulsionam turismo de maior valor acrescentado, apoiando o restabelecimento dos níveis pré-pandémicos de turismo da região de Lisboa (atendendo a que mais de 50% das suas dormidas são nesta região). Esta evolução do turismo dos EUA é então um contributo importante para um movimento mais alargado, constatando-se que as exportações de turismo em Portugal têm apresentado um crescimento mais marcado do que os países concorrentes, e portanto, ganhos de quota de mercado. Para tentar materializar em números o que pode significar o turismo dos EUA em 2023 fizémos um exercício simples considerando dois cenários. No primeiro, assumimos que o crescimento de hóspedes dos EUA dá-se até ao final do ano ao mesmo ritmo que aumentou até abril (face a 2019). No segundo, assumimos que o turismo *outbound* dos EUA retoma o nível pré-pandemia e Portugal mantém a quota

4. Dados do TravelBI (Turismo de Portugal): <https://travelbi.turismodeportugal.pt/movimentos-aereos/capacidade-aerea-estimada/>
 5. Correspondem às receitas obtidas quando um indivíduo residente noutro país se desloca a Portugal no âmbito de uma viagem ou estadia temporária (registadas a crédito na balança de serviços)

1T 2023 vs 1T 2019: variação do nº de turistas estrangeiros

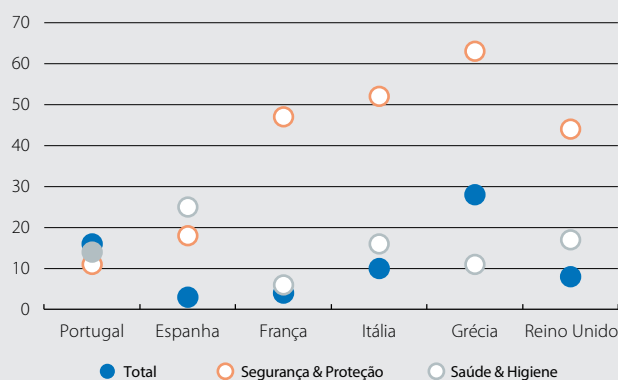
Milhares



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

Competitividade do Turismo

Ranking dos países em 2021 (vai de 1 = melhor a 117 = pior)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do World Economic Forum (Travel & Tourism Development index). O ranking engloba 117 países.

neste mercado observada em 2022.⁶ O primeiro cenário traduzir-se-ia num incremento em número de hóspedes face a 2022 de 730 mil e mais 906 milhões de euros de exportações. O segundo cenário, traduzir-se-ia num incremento em número de hóspedes face a 2022 de 345 mil e mais 429 milhões de euros de exportações. Independentemente da materialização de qualquer um destes cenários, todas as condições se reúnem para que o turismo dos EUA sirva de apoio a que 2023 seja o ano de todos os recordes no turismo nacional. É hora de regressar ao futuro.

Tiago Belejo Correia

6. A emissão de turistas dos EUA para o exterior foi de 99,2 milhões em 2019; 33,1 milhões em 2020; 18,7 milhões em 2021; e, 80,7 milhões em 2022 (dados do U.S. Department of Commerce, International Trade Administration, National Travel and Tourism Office (NTTO)). A quota de Portugal foi de 1,2% (2019); 0,4% (2020); 0,7% (2021) e 1,9% (2022).

Património financeiro das famílias aumenta apesar da redução da poupança

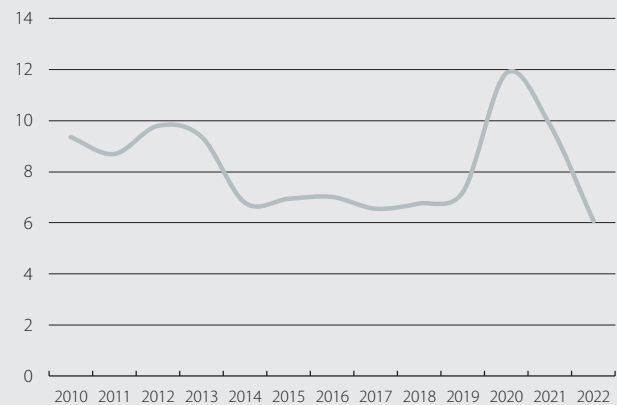
A taxa de poupança das famílias recuou para níveis só observados em 2008, ano em que eclodiu a crise financeira internacional, indicando que houve uma aceleração na utilização das poupanças acumuladas durante a pandemia, maioritariamente como medida de mitigação dos efeitos da espiral inflacionista que assistimos em 2022 e que só agora começa a dar algumas tréguas. Assim, em 2022 a taxa de poupança das famílias situou-se em 6,1%, menos 8 décimas do que a média registada entre 2015 e 2019 e claramente abaixo da taxa de poupança média registada em 2020-2021. Em termos absolutos, o fluxo de poupanças ascendia no final de 2022 a 12.550 milhões de euros, menos 680 milhões de euros do que em 2021, mas 3.100 milhões de euros acima da média registada entre 2015-19, sugerindo que houve um desfazer forte das poupanças excedentárias, não só por causa do aumento do custo de vida, mas também muito provavelmente, porque as famílias foram normalizando os seus padrões de consumo.

A redução da poupança foi acompanhada pela aceleração do consumo nominal.¹ Este último registou um crescimento de 12,5%, claramente acima do avanço observado no rendimento disponível, que aumentou 7,8%. O avanço deste último ficou aquém dos crescimentos das remunerações recebidas (9,6%) e dos rendimentos de propriedade (10,3%), refletindo o aumento de 12,9% nos impostos sobre o rendimento pagos pelas famílias.

Em linha com a redução da poupança acumulada, houve, em 2022, uma diminuição da aquisição líquida de ativos financeiros. Esta, em 2022, ficou-se pelos 8 mil milhões, o que compara com 24 mil milhões em 2021 e com uma média de 11 mil milhões entre 2015 e 2019. Os depósitos e os produtos de poupança do Estado foram os que mais contribuíram para o aumento dos ativos financeiros das famílias, tendo sido parcialmente compensados pela diminuição das aplicações em títulos de longo prazo, muito provavelmente afetados pelo aumento das taxas de juro e consequente queda do valor do ativo, e em seguros e fundos de investimento. Com efeito, os depósitos aumentaram cerca de 14 mil milhões de euros em 2022, depois de em 2021 já terem aumentado cerca de 12 mil milhões; no período entre 2015-2019, o aumento médio anual dos depósitos foi de 5,7 mil milhões, evidenciando que a poupança ainda continua no radar das famílias, apesar do incremento com as despesas de consumo. Paralelamente, houve um incremento nas aplicações em produtos

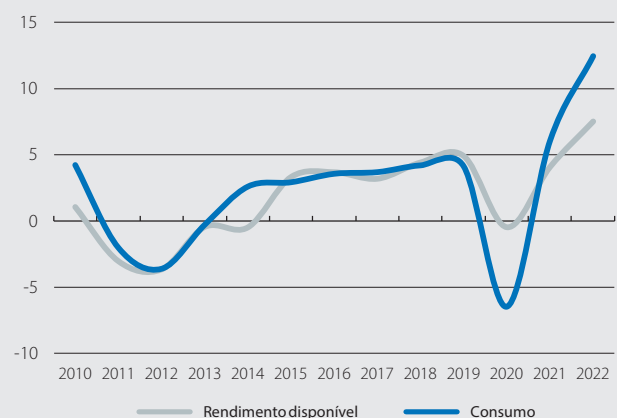
1. Neste capítulo é de referir que mesmo em termos reais, deflacionando a despesa de consumo pelo deflator implícito do consumo, este cresceu a um ritmo fortíssimo: 7,3%, superando em grande medida o crescimento do rendimento disponível deflacionado (2,8%) e o das remunerações (4,5%).

Taxa de poupança das famílias
(% do rendimento disponível)



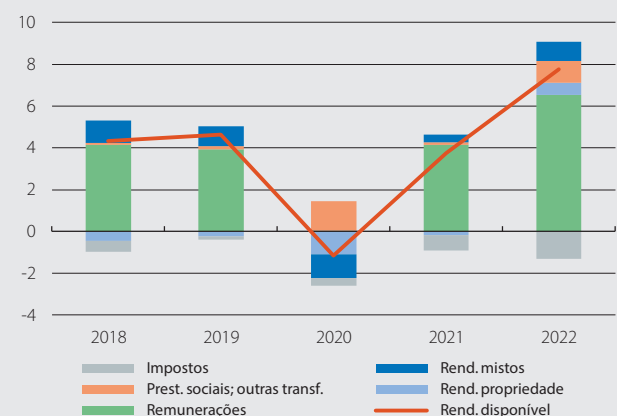
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE.

Rendimento disponível e consumo
(Variação homóloga %)



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

Rendimento disponível: contributos
(Pontos percentuais e var. homóloga, %)



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

de poupança do Estado, o que se explicará pelo facto das rentabilidades oferecidas superarem as dos depósitos bancários. Esta tendência ter-se-á reforçado nos primeiros meses de 2023, mas a recente alteração das condições remuneratórias destes produtos de poupança do Estado (redução da taxa de juro da nova série dos certificados de aforro para 2,5%, antes 3,5%) e a revisão gradual das remunerações praticadas pela banca,² tenderá a reduzir o fluxo de poupanças aplicadas em depósitos para os produtos de estado, sobretudo na segunda metade do ano.

Em termos globais, os ativos financeiros das famílias ascendiam a 481 mil milhões no final de 2022, e a sua estrutura é dominada pelas aplicações em depósitos (47%) e a tendência tem vindo a reforçar-se, pois em média, entre 2015 e 2019 estes representavam 43% das aplicações. Em segundo lugar surgem as aplicações em ações e outras participações que representa ¼ das aplicações das famílias. Mas este aumento das aplicações financeiras das famílias foi acompanhado pelo aumento dos seus passivos, que em 2022 ascendiam a 178 mil milhões de euros, mais 7 mil milhões do que em 2021, colocando o acréscimo do património financeiro líquido das famílias em apenas 1 milhão de euros.

De notar, que este aumento dos passivos é acompanhado por uma melhoria dos rácios de endividamento, que em 2022 representava 61,5% do PIB (57% na zona euro), menos 30 p. p. do que o máximo observado em 2009. E que a cobertura de crédito por depósitos das famílias continua em níveis satisfatórios, com os depósitos a representarem pouco menos de 140% do stock de crédito das famílias.

Face a 2019, os ativos financeiros das famílias aumentaram cerca de 49 mil milhões de euros, ou seja, um incremento de 11,3%, resultado do adiamento de decisões de consumo nos anos de confinamento e acumulação forçosa de poupanças. Todavia, é bom ter presente que este aumento foi inferior ao aumento dos preços no mesmo período (12,3%), o que terá corroído parte do valor real dos ativos das famílias.

Em percentagem do PIB, tanto o património financeiro bruto das famílias como o líquido ainda excediam a média do período pré-covid (2015-2019). O primeiro representava 208% do PIB e o segundo 126,5%.³

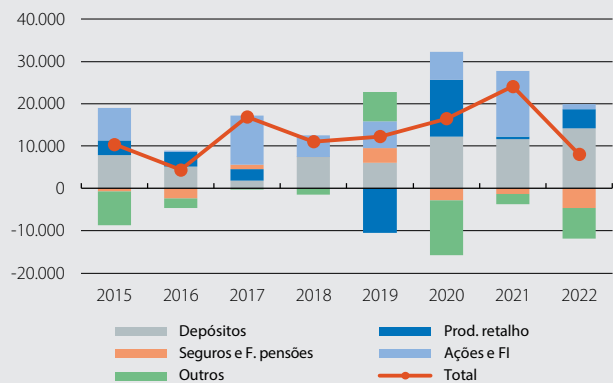
Teresa Gil Pinheiro

2. O rácio de transformação da banca (empréstimos/depósitos) era de 78% no final de 2022, evidenciando o elevado grau de liquidez da banca, limitando o incentivo de revisão (subida) das taxas de juro oferecidas aos clientes.

3. A nível europeu ainda não há dados para 2022 e os indicadores publicados pelo Eurostat não coincidem integralmente com os dados do Banco de Portugal. A informação comparativa para 2021 coloca Portugal, no que concerne à riqueza financeira líquida das famílias, cerca de 10 pontos percentuais abaixo da zona euro. Com base nos dados do Eurostat, a riqueza financeira líquida de Portugal em 2021 representava 153% do PIB, o que compara com 183% para o conjunto da zona euro, 161% na Alemanha, 197% em França, 243% em Itália e 165% em Espanha.

Variação anual dos ativos financeiros das famílias

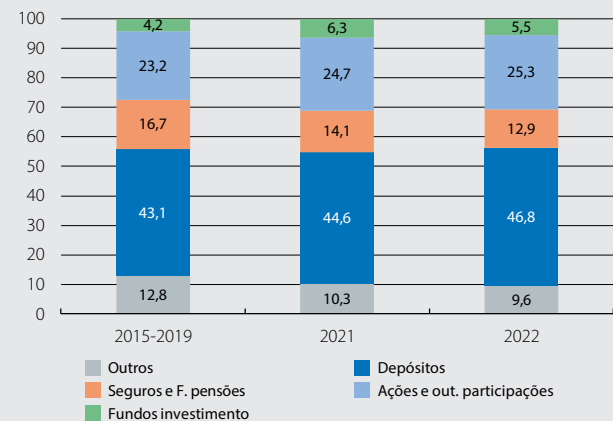
(Milhões de euros)



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

Estrutura da riqueza financeira das famílias

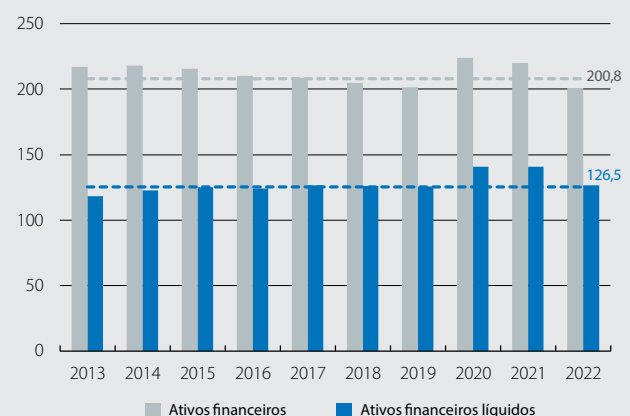
(% do total)



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

Ativos financeiros das famílias

(% do PIB)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
Índice coincidente para a atividade	3,4	5,8	5,2	4,4	4,5	...	5,0	5,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	1,8	-0,3	1,0	...	-6,9	-4,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-4,8	-6,3	-5,0	-5,6	-3,7	-5,5	-7,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	6,2	-3,2	13,5	7,6	...	-6,0	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	1,3	-2,8	-16,0	-20,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,6	13,8	15,8	13,6	12,9	...	10,0	9,4	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,6	244,4	158,6	116,9	...	89,0	67,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,1	16,9	9,9	11,1	13,4	15,9	12,7	11,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	3,3	0,0	1,7	...	2,4	3,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	4,1	2,8	2,1	3,0	...	4,0	4,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-31,8	-37,0	-35,1	-29,4	-31,7	-29,8	-26,8
Mercado de trabalho									
População empregada	2,8	2,0	1,1	0,5	0,5	...	1,0	1,3	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	6,0	5,8	6,5	7,2	...	6,5	6,4	...
PIB	5,5	6,7	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	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
Inflação global	1,3	7,8	9,1	9,9	8,0	4,8	5,7	4,0	3,4
Inflação subjacente	0,8	5,6	6,5	7,2	7,1	6,0	6,6	5,4	5,2

Setor externo

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	22,9	22,7	22,9	21,5	...	19,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,4	35,2	31,4	24,4	...	21,3	...	...
Saldo corrente	-1,6	-3,2	-4,2	-3,2	-1,1	...	-0,9	...	...
Bens e serviços	-5,5	-4,9	-5,3	-4,9	-2,9	...	-2,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,7	1,1	1,7	1,8	...	1,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,1	-1,1	-1,9	-1,1	1,5	...	1,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	04/23	05/23	06/23
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	7,8	6,4	0,5	...	-0,8	-1,6	...
À vista e poupança	16,3	7,3	11,2	7,3	-3,1	...	-5,0	-6,6	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	3,3	5,2	5,4	...	5,1	5,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	-0,1	12,4	11,1	...	21,3	26,0	...
TOTAL	9,0	6,5	7,5	6,5	0,8	...	-0,2	-0,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	2,9	1,8	2,3	1,8	0,0	...	-0,6	-1,1	...
Empresas não financeiras	2,2	-0,4	0,1	-0,4	-2,1	...	-3,0	-3,7	...
Famílias - habitações	3,3	3,2	3,8	3,2	1,5	...	1,1	0,5	...
Famílias - outros fins	3,0	2,9	3,3	2,9	0,0	...	-0,2	0,1	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	-1,5	-2,7	-2,0	...	-2,0	-1,5	...
TOTAL	2,9	1,6	2,2	1,6	-0,1	...	-0,7	-1,1	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,7	3,0	3,2	3,0	3,1	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola tem um desempenho melhor do que o previsto e estimado

O INE reviu ligeiramente em alta o crescimento do PIB no 1.º trimestre de 2023 para 0,6% em termos trimestrais, um décimo de ponto percentual acima do inicialmente estimado. Os dados relativos a alguns trimestres de 2022 também foram revistos, embora o crescimento para o ano no seu conjunto se mantenha inalterado (5,5%): embora a queda do PIB no 1.º trimestre de 2022 tenha sido mais forte (-0,5% em termos trimestrais) do que o anunciado anteriormente, a recuperação subsequente também se revelou mais acentuada, com um forte crescimento no 2.º trimestre de 2022 (2,6%) e 0,5% no 4.º trimestre de 2022. Com os novos dados, o PIB no 1.º trimestre já teria ultrapassado o nível pré-pandémico (4.º trimestre de 2019), com 0,1% acima, em vez de 0,2% abaixo, como inicialmente estimado.

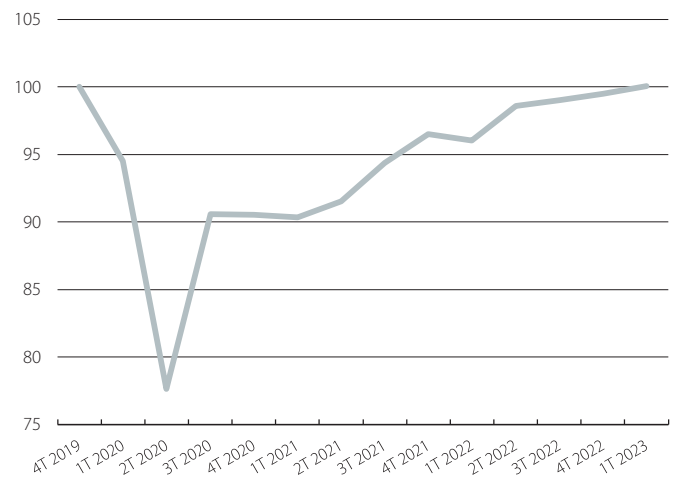
A melhoria do PIB no primeiro trimestre deveu-se exclusivamente às importações, cujo crescimento foi revisto em baixa, aumentando assim o contributo da procura externa para o crescimento do PIB. O sector externo está a desempenhar um papel fundamental face à fraca procura interna, afetada pelo impacto da inflação e pelo agravamento das condições financeiras, embora se preveja que a sua contribuição positiva para o crescimento do PIB venha a diminuir.

Os indicadores do segundo trimestre dão sinais contraditórios e apontam para uma ligeira perda de dinamismo. De um modo geral, o painel de indicadores sugere que a economia continua a crescer, mas a um ritmo mais moderado do que no trimestre anterior. A indústria, por um lado, mostra novos sinais de fraqueza, tal como refletido no declínio do PMI da indústria transformadora para 48,0 em junho, abaixo do nível que define a zona de expansão (50) e o mais baixo em seis meses, e a queda da produção industrial em abril-maio (-0,5% em relação ao 1º trimestre). Da mesma forma, o consumo das famílias continua a enfraquecer: o crescimento da atividade dos cartões espanhóis no segundo trimestre (com dados até 21 de junho) foi de 5% em termos anuais, abaixo do valor do trimestre anterior (9%).

Pela positiva, o PMI dos serviços mantém-se muito acima do limiar de crescimento; em concreto, situou-se em 53,4 em junho. Além disso, o sector do turismo continua a dar sinais positivos, antecipando uma época de verão muito favorável: o afluxo de turistas estrangeiros em maio ultrapassou os 8,2 milhões, 3,8% acima do mês homólogo de 2019 (+1,2% em abril e -3,5% no 1.º trimestre de 2023), e a despesa destes turistas aproximou-se dos 8,5 mil milhões de euros, 19,5% acima de maio de 2019.

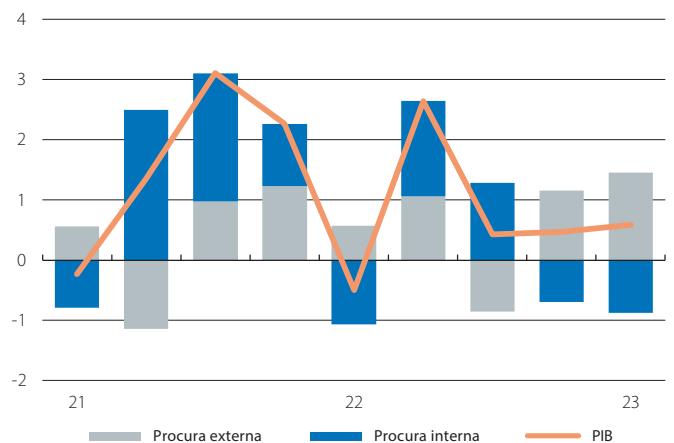
O mercado de trabalho continua a registar um desempenho positivo, embora a criação de emprego esteja a enfraquecer. A média de inscrições na Segurança Social em junho aumentou em 54.541 pessoas, o valor mais fraco para esse mês desde 2015 e em contraste com os registos de junho de 2022 (115.000) e a média dos meses de junho de 2014-2019 (74.000). Em termos corrigidos de sazonalidade, o emprego registou uma queda de 20.119, a primeira descida desde julho do ano passado; no entanto, no segundo trimestre no seu conjunto, o emprego efetivo (registos corrigidos de sazonalidade que não estão em

Espanha: PIB
Índice (100 = 4T 2019)



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

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



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

Espanha: índices PMI
Nível



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

ERTE) cresceu 1,4% em termos trimestrais, em comparação com 0,9% no trimestre anterior.

A inflação continua a moderar-se, e não apenas devido à componente energética: o valor da inflação global de junho, de 1,9% (3,2% em maio), o mais baixo desde março de 2021, foi uma surpresa positiva em comparação com as nossas previsões, principalmente devido a um efeito de base da componente energética superior ao esperado. A inflação subjacente (que exclui a energia e os alimentos não processados) continuou a corrigir-se, embora a um ritmo mais moderado do que a inflação global, situando-se em 5,9% (6,1% em maio). Com base nestes dados, e na ausência de uma repartição por componente, a nossa previsão de inflação global para 2023 (3,9% em termos médios) apresenta riscos em baixa; a previsão para a inflação subjacente (6,2% anual) também apresenta riscos em baixa, embora relativamente mais moderados.

O diferencial de inflação entre Espanha e a Zona Euro tem estado em território favorável desde setembro de 2022. Os dados provisórios de junho indicam que a inflação global harmonizada (comparável com a Europa) em Espanha situou-se em 1,6%, 3,9 p. p. inferior à média da Zona Euro.

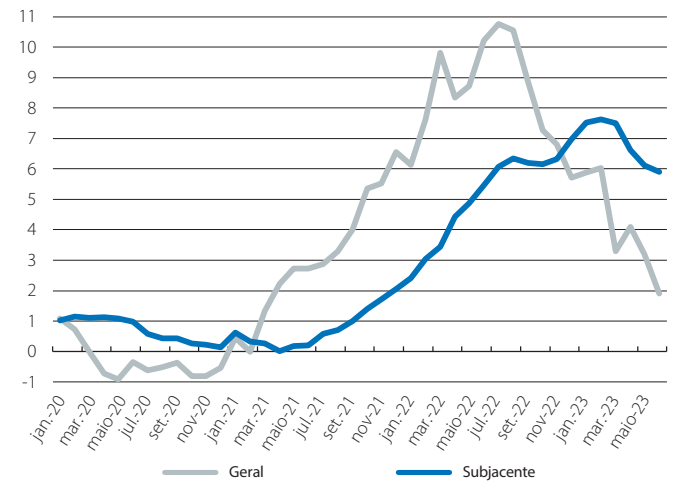
Apesar da queda das vendas, o abrandamento dos preços no mercado da habitação é inferior ao previsto. As vendas de habitação caíram 3,4% nos primeiros quatro meses em relação ao mesmo período do ano passado, enquanto os preços, consoante o índice do INE, surpreenderam pela positiva no 1.º trimestre de 2023, crescendo 0,6% em relação ao trimestre anterior (-0,8% no 4.º trimestre de 2022). Esta resistência dos preços é mais evidente no caso das habitações novas (3,0% em variação trimestral) do que nas habitações em segunda mão (0,2%), refletindo a falta de novos empreendimentos.

A balança externa espanhola continua a registar valores excelentes. O saldo da balança corrente registou um excedente nos primeiros quatro meses do ano de 12.167 milhões de euros, um valor recorde para um primeiro quadrimestre, e que contrasta com o défice no mesmo período de 2022 (-4.627 milhões de euros). O sector do turismo, por um lado, continua a apresentar dados muito positivos, com um excedente de 16 080 milhões de euros acumulado até abril, o valor mais elevado da série para este período. Por outro lado, o défice comercial diminuiu para 10.954 milhões de euros (-21.811 milhões de euros há um ano): o défice energético diminuiu para 11,64 mil milhões, em comparação com 16,155 mil milhões no mesmo período de 2022, e a balança de bens não energéticos registou um excedente de 687 milhões, em comparação com um défice de 5,656 mil milhões no ano passado.

A dinâmica das receitas facilita a redução do défice público no 1.º trimestre. O défice consolidado das administrações públicas, excluindo a administração local, foi de 0,20% do PIB nos primeiros três meses do ano, contra 0,35% no primeiro trimestre de 2019 e 0,41% no mesmo período de 2022. As receitas públicas registaram um crescimento anual notável de 9,3%, impulsionado pelo dinamismo das receitas dos impostos sobre o rendimento e o património e das receitas provenientes das contribuições para a segurança social. A despesa aumentou 6,8% em termos homólogos, impulsionada por um aumento de 8,5% na componente de prestações sociais, refletindo a reavaliação das pensões (8,5%), e de 5,5% no total das remunerações dos funcionários públicos.

Espanha: evolução do IPC

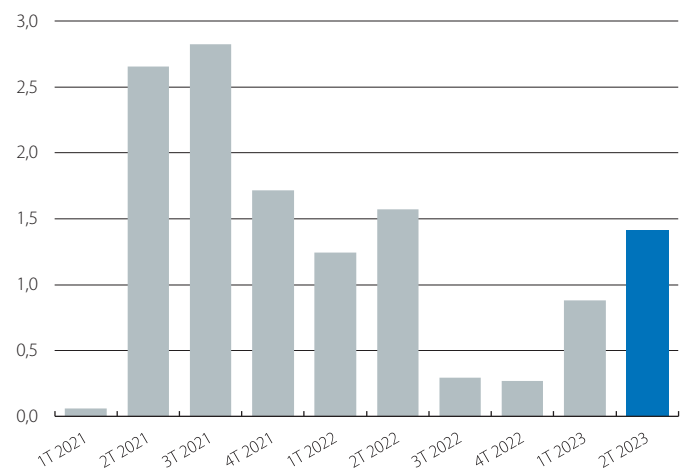
Variação homóloga (%)



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Variação trimestral (%)



Nota: Série de inscritos ajustados de sazonalidade que não estão em ERTE.

Fonte: BPI Research, com base em dados MITRAMISS.

Espanha: total de compras e vendas de habitação

Variação homóloga (%)



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

As exportações espanholas são competitivas?

O sector externo espanhol demonstrou, na última década, um desempenho muito bom e uma resistência notável a vários acontecimentos económicos desfavoráveis. Uma conta corrente que se manteve positiva durante 11 anos consecutivos, mesmo durante a pandemia do coronavírus, é prova disso. Mas no contexto atual, marcado por uma forte subida da inflação e pelo consequente aumento dos custos salariais, é oportuno analisar a evolução dos indicadores de competitividade do sector exportador espanhol.

Primeiro, é necessário esclarecer que a competitividade é um conceito multifacetado. Neste artigo, centrar-nos-emos na análise de indicadores relacionados com o grau de competitividade em termos de preços e custos, devido à situação atual ter sido afetada por uma crise energética que levou a um aumento acentuado dos custos de produção das empresas. No entanto, como já referimos anteriormente, esta análise oferecerá uma visão parcial do grau de competitividade do sector externo do nosso país, dado que, embora a competitividade de preços e/ou custos seja importante, existem outras dimensões relevantes para determinar o seu grau. A título de exemplo, podemos citar a qualidade dos produtos e serviços exportados ou o grau de inovação que incorporam, entre outros. Será, no entanto, analisada brevemente a evolução das quotas de exportação, que são, afinal, o resultado da competitividade global da economia.

Competitividade de preços/custos

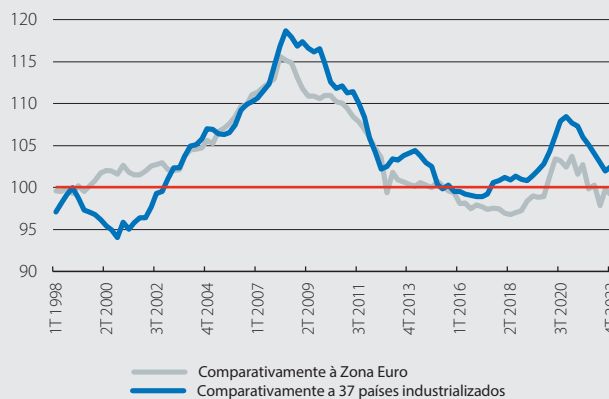
Para medir a competitividade dos custos, utilizamos a taxa de câmbio efetiva real (TCER). Mede o valor de uma moeda em relação a uma média ponderada de várias moedas estrangeiras corrigido por um índice de custos. Um aumento da TCER implica que as exportações se tornam mais caras e as importações mais baratas; por conseguinte, um aumento indica uma perda de competitividade de comercial.

No primeiro gráfico, mostramos a evolução da taxa de câmbio efetiva, deflacionada com os custos unitários do trabalho (CUT, são o custo do trabalho por unidade de produto) de Espanha face à Zona Euro e face a um conjunto mais alargado de países industrializados. Visto que os países da Zona Euro partilham a mesma moeda, a medida em relação à mesma corresponde ao rácio do CUT de Espanha, em relação a uma média ponderada do CUT da Zona Euro.

A competitividade da economia espanhola, medida por este índice, deteriorou-se acentuadamente nos anos que antecederam a grande crise financeira. Esse agravamento foi amplamente corrigido durante a crise e a economia conseguiu manter esses ganhos ao longo do período de expansão até pouco antes do início da pandemia em 2020. Durante a pandemia, registou-se uma deterioração acen-

Espanha: taxa de câmbio efetiva real por custo unitário do trabalho

Índice (100 = 2015)

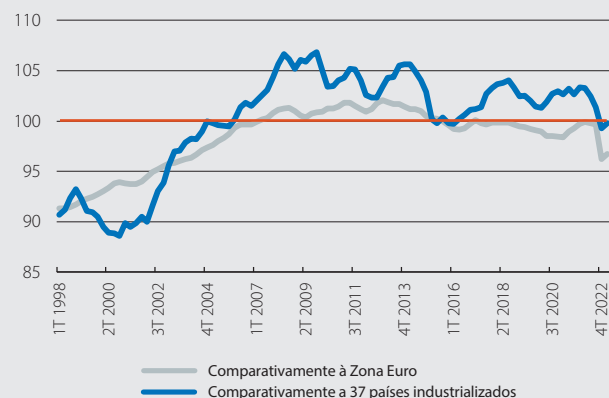


Notas: Os 37 países industrializados incluem a UE-27 mais a Austrália, o Canadá, os EUA, Japão, Noruega, Nova Zelândia, México, Suíça, Reino Unido e Turquia. A medida em relação à Zona Euro, na ausência de uma taxa de câmbio, corresponde ao rácio entre os custos unitários do trabalho em Espanha e os da Zona Euro.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha e do Eurostat.

Espanha: taxa de câmbio efetiva real segundo o IPC

Índice (100 = 2015)



Notas: Os 37 países industrializados incluem a UE-27 mais a Austrália, o Canadá, os EUA, Japão, Noruega, Nova Zelândia, México, Suíça, Reino Unido e Turquia. A medida em relação à Zona Euro, na ausência de uma taxa de câmbio, corresponde ao rácio da inflação em Espanha em relação à da Zona Euro. Ambas as séries foram suavizadas por ajustamento sazonal.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha e do Eurostat.

tuada, mas temporária, da competitividade associada à queda da produtividade, mas esta deterioração foi quase totalmente corrigida ao longo de 2021 e 2022. Em termos gerais, a competitividade medida pelos CUT mostra que a Espanha se encontra numa situação semelhante à que viveu no período 2014-2019. Este foi um período muito positivo para o nosso sector exportador, como mostra o facto de o peso das exportações de bens e serviços no PIB ter aumentado de cerca de 26% em 2007 para cerca de 34% em média em 2014-2019 e 42% em 2022.

No segundo gráfico, voltamos a analisar a evolução da taxa de câmbio efetiva, mas desta vez deflacionada pelo

índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC). A medida anterior, baseada nos CUT, permitia uma comparação dos custos da mão de obra entre países, tendo em conta as diferenças de produtividade, mas não tendo em conta, nomeadamente, outros custos de produção. A medida calculada com base na inflação permite uma comparação dos níveis de preços entre países, mas é um índice de preços baseado no padrão de consumo, pelo que o preço do consumo intermédio no processo de produção é excluído do cálculo. Neste caso, a monitorização da taxa de câmbio efetiva deflacionada pelo IHPC é particularmente relevante, dada a forte recuperação da inflação em Espanha e na Zona Euro desde o final de 2021.

Mais uma vez, podemos ver, quer comparemos com a zona euro ou com a amostra mais vasta de países industrializados, a deterioração acentuada da competitividade ao longo da primeira década do milénio. Contudo, é também de notar que esta deterioração tem vindo a ser gradualmente corrigida desde a grande crise financeira, e que esta correção não foi alterada pela recente subida da inflação. Com efeito, no último período caracterizado pela retoma da inflação, a Espanha ganhou alguma competitividade face ao conjunto da Zona Euro e aos países industrializados.

Competitividade e quotas de exportação

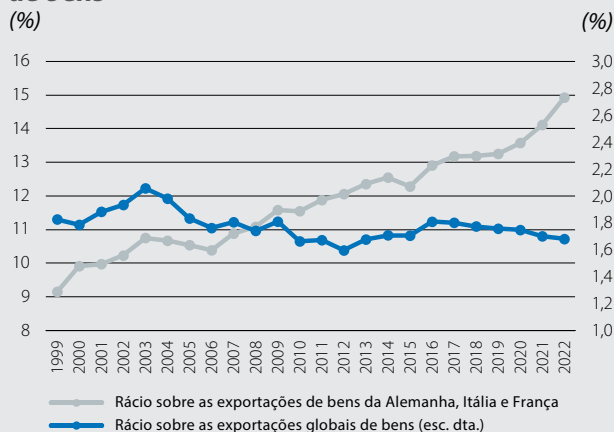
Por último, é interessante examinar as quotas de exportação de bens e serviços da Espanha em relação ao resto do mundo, o que permite obter uma imagem mais completa do nível de competitividade da Espanha. Trata-se de uma medida que não se centra nas razões pelas quais podemos exportar, seja porque somos competitivos relativamente aos custos, ou porque produzimos bens com uma elevada componente inovadora, mas que sintetiza o resultado do complexo processo de venda ao estrangeiro.

O terceiro gráfico mostra a evolução das exportações espanholas de bens, medidas em percentagem do total das exportações de bens no mundo e em percentagem das exportações da Alemanha, França e Itália.

Como se pode verificar, quando nos centramos na evolução das exportações em comparação com os nossos principais concorrentes na Zona Euro, observa-se um desempenho muito positivo. As exportações de bens espanhóis passaram de cerca de 10% das exportações da Alemanha, França e Itália em 2000-2007 para cerca de 13% em 2014-2019, atingindo quase 15% em 2022. Mesmo assim, quando comparado com o mundo no seu conjunto, o desempenho é muito mais moderado, com uma queda muito ligeira da quota de exportação.

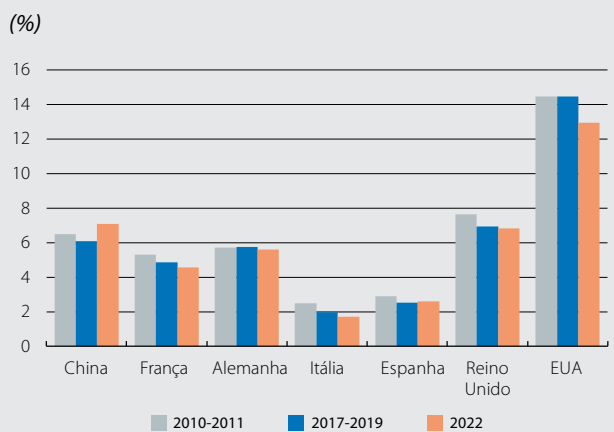
Todavia, é importante sublinhar que por detrás deste comportamento assimétrico está a emergência da China nos mercados de exportação, que triplicou a sua quota de exportação desde a década de 1990. Este facto foi conseguido à custa da maioria dos países, que viram as suas quotas diminuir substancialmente, como é o caso dos EUA

Espanha: rácio das exportações espanholas de bens



Fonte: BPI Research, com base em dados da Organização Mundial do Comércio.

Percentagem das exportações de serviços no total mundial



Fonte: BPI Research, com base em dados da Organização Mundial do Comércio.

(de 12% entre 1995 e 1999 para 8% entre 2021 e 2022) ou França (de 6% entre 1995 e 1999 para pouco mais de 2% entre 2021 e 2022). Neste sentido, o facto de a Espanha ter conseguido manter uma quota de exportação relativamente estável de cerca de 2% e acima do seu peso no PIB global (cerca de 1,5% em média entre 2014 e 2019) durante três décadas consecutivas é uma demonstração de resiliência.

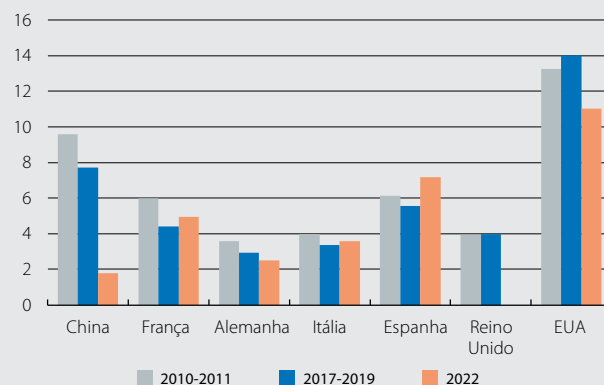
Quanto à quota das exportações de serviços, verificamos uma situação semelhante para a Espanha, que mantém a sua quota estável em cerca de 3% das exportações globais de serviços. A China aumenta muito ligeiramente a sua quota, captando pouco mais de 7% do mercado, enquanto o Reino Unido e os EUA perdem uma grande parte das suas quotas (-1 p.p. e -2 p.p., respetivamente). A França e a Alemanha mantêm-se relativamente estáveis. É de notar que a estrutura do mercado global dos serviços é mais equilibrada do que a do mercado dos bens em termos de concorrentes. Por exemplo, no sector dos bens, a China detém quase 18% do mercado, contra 24% da França, Ale-

manha, Itália, Espanha, Reino Unido e EUA em conjunto, no caso dos serviços, este valor sobe para 7% para a China contra 34% para os restantes países.

Por último, analisamos os serviços de turismo, visto que a Espanha desempenha um papel particularmente importante neste domínio a nível mundial. Embora a quota de mercado da Espanha tenha sido sempre muito superior ao peso do PIB na economia mundial (cerca de 6% em comparação com cerca de 1,5%), em 2022 a sua quota de mercado aumentou acentuadamente para 7% do mercado mundial. É também de salientar a queda acentuada das exportações de serviços da China, que passaram de uma quota de cerca de 8% das exportações de turismo antes da pandemia para apenas 2% em 2022.

Em jeito de conclusão, neste artigo passámos em revista a evolução de alguns indicadores da competitividade do sector externo espanhol. Com base nos indicadores de preços/custos analisados, ou no comportamento das quotas de exportação dos nossos bens e serviços, verificamos que o nosso sector externo tem mostrado um comportamento que sublinha a sua força, apesar dos numerosos choques adversos dos últimos anos. Consideramos que o nosso sector externo continuará a ser competitivo nos próximos anos, embora isso não signifique que o crescimento das nossas exportações não sofra com o abrandamento económico nos países vizinhos devido ao impacto do ciclo de subida das taxas de juro a que estamos a assistir em muitas partes do mundo.

Percentagem das exportações de serviços de turismo no total mundial, por país (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Organização Mundial do Comércio.

Evolução das características da população imigrante nos últimos anos

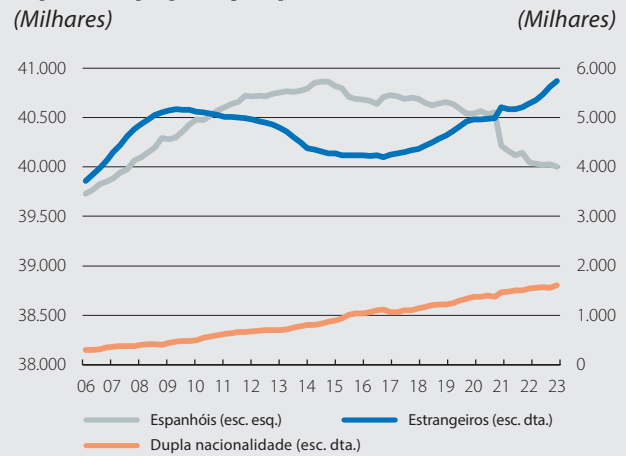
A tendência demográfica da população espanhola, em particular o inevitável processo de envelhecimento e uma taxa de natalidade muito baixa, está a conduzir a um aumento natural negativo. Por isso, a enorme importância dos fluxos migratórios como fator de sustentabilidade demográfica e de emprego: desde meados da década de 1990, a população estrangeira tem sido um grupo cada vez mais importante, que tem contribuído para aumentar e rejuvenescer a população total e a força de trabalho.¹ Conforme os últimos dados do EPA (1.º trimestre de 2023), os estrangeiros representam 12,1% da população total (5,74 milhões) e 13,3% do emprego (mais de 2,7 milhões de trabalhadores), face a 9,2% e 10,8%, respetivamente, em 2015.² Este artigo analisa a evolução dos fluxos imigratórios nos últimos anos, bem como eventuais alterações na sua distribuição geográfica e segundo algumas características socioeconómicas.

Em meados de 2015, a população total iniciou uma trajetória ascendente, interrompida durante a pandemia,³ mas que foi retomada a partir de meados de 2021; desde então, o ritmo de crescimento anual da população tem vindo a acelerar, tendo registado um crescimento de 1,0% no primeiro trimestre de 2023, uma taxa que não se verificava desde antes da crise financeira de 2008. Assim, o crescimento populacional acumulado desde o terceiro trimestre de 2015 está próximo de 1,4 milhões (+3,0%); Um aumento que foi possível graças ao aumento da população estrangeira, que cresceu em mais de 1,5 milhões,⁴ e de 600.000 pessoas com dupla nacionalidade, face a uma diminuição de 709.200 pessoas apenas com nacionalidade de espanhola.

O aumento da população estrangeira por região foi generalizado, embora quatro delas (Madrid, Catalunha, Valência e Andaluzia) representem dois terços do total (quase um milhão de estrangeiros a mais desde o terceiro trimestre de 2015). Nestas comunidades, com exceção da Andaluzia, a população nacional também aumentou, o que faz delas as regiões onde a população total mais cresceu em

1. É de notar que os estrangeiros têm uma taxa de atividade muito mais elevada do que os nacionais: 69,3% em comparação com 56,4% no 1T 2023.
2. A análise deste artigo compara os dados mais recentes com o terceiro trimestre de 2015, altura em que a tendência da população total mudou e iniciou uma trajetória ascendente.
3. No 1.º trimestre de 2021, registou-se a maior queda na série da população espanhola (-333.200 pessoas), basicamente devido à diminuição do número de nascimentos (os menores de 15 anos sofreram uma queda de 294.000) e, em menor medida, à mortalidade nos escalões etários mais velhos, onde a COVID-19 teve o maior impacto.
4. A maioria é da América Latina (921.000) e apenas 37.000 são cidadãos de países da UE.

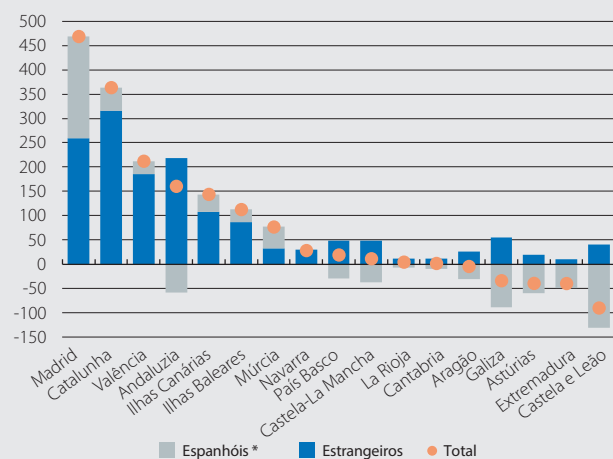
Espanha: população por nacionalidad



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

Espanha: variação da população por região entre o 3.º trimestre de 2015 e o 1.º trimestre de 2023

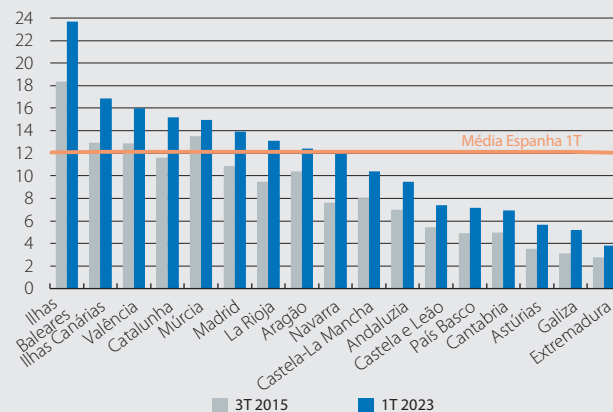
(Milhares)



Nota: * Inclui os cidadãos com dupla nacionalidade.
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (EPA).

Espanha: peso da população estrangeira por região

(%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados del INE (EPA).

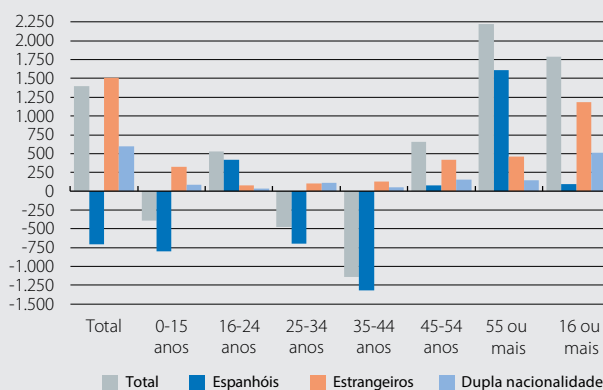
termos absolutos (em termos relativos, as Ilhas Baleares destacam-se com um aumento de 10,1%, à frente de Madrid, das Ilhas Canárias e de Múrcia). A população estrangeira aumentou assim o seu peso sobre o total em todas as regiões, especialmente nos arquipélagos e em Navarra (entre 4 e 5 pontos); no outro extremo estão Múrcia e a Extremadura, onde o crescimento foi inferior a 2 pontos. Nas Ilhas Baleares, quase 24% da população é estrangeira, ao passo que na Extremadura a presença de estrangeiros é 20 pontos mais baixa: cerca de 4% da população.

Relativamente à distribuição etária, o crescimento da população total desde o terceiro trimestre de 2015 concentrou-se nos escalões etários mais velhos, a partir dos 45 anos (quase mais 2,9 milhões), principalmente espanhóis (1,69 milhões), devido ao envelhecimento dos *baby boomers*. Por outro lado, registou-se uma quebra acentuada na população dos 25 aos 44 anos (-1,62 milhões), onde o aumento do número de estrangeiros não compensou a diminuição acentuada do número de nacionais (mais de dois milhões). A população estrangeira, em geral, aumentou em todos os grupos etários, mas sobretudo na faixa etária acima dos 45 anos (881.000), em parte afetada pelos elevados fluxos migratórios que chegaram no início da década de 2000, e reflete o facto de o processo de envelhecimento também afetar os estrangeiros, embora de forma menos intensa.

Em resultado do exposto, nos últimos anos tem-se verificado um aumento do peso da população estrangeira em todos os escalões etários, com destaque para o grupo mais jovem (menores de 15 anos), onde se situa em 11,9%, mais 5 pontos do que no 3T 2015, refletindo quer a menor idade dos indivíduos que chegam ao nosso país, quer a sua maior natalidade, e no escalão etário dos 45 aos 54 anos (13,4% vs. 8,7%). Na faixa etária dos 25-44 anos, o crescimento foi um pouco mais lento, mas representa atualmente cerca de 20% do total. As pessoas com mais de 55 anos representavam 6,3% da população (4,0% no 3º trimestre de 2015).

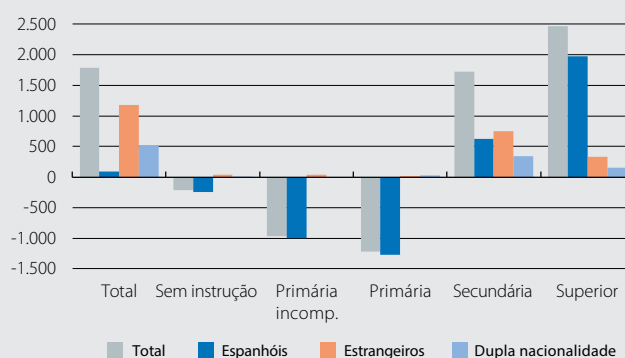
No que diz respeito às qualificações dos estrangeiros, estas são mais elevadas do que se pensa. Se é verdade que os menos instruídos (com o ensino primário incompleto ou sem instrução) têm mais peso do que os espanhóis (7,3% das pessoas com mais de 16 anos vs. 5,1%) e as pessoas com ensino superior são proporcionalmente menos numerosas (23,7% vs. 34,1%), os estrangeiros com o ensino secundário foram os que mais cresceram nos últimos anos: desde o terceiro trimestre de 2015 aumentaram em 751 000 (+35,9% vs.+3,9% de espanhóis), passando a representar 58,1% do total, valor superior ao registado em 2015 (56,8%) e ao correspondente aos cidadãos espanhóis (49,7%).

Espanha: variação da população por grupo etário do 3.º trimestre de 2015 ao 1.º trimestre de 2023 (Milhares)



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

Espanha: variação da população com 16 anos ou mais, por nacionalidade e nível de instrução (3T 2015-1T 2023) (Milhares)



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

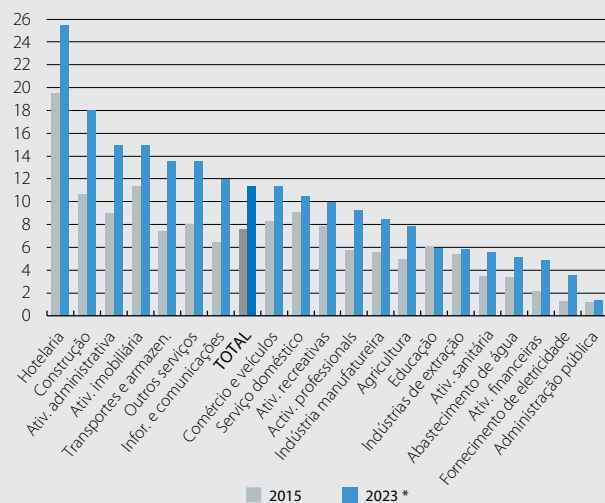
Em termos das profissões em que os estrangeiros estão empregados, nos últimos anos tem-se verificado um aumento generalizado, por atividade, do peso destes trabalhadores, embora a sua presença relativa seja maior em profissões elementares ou que exijam um menor nível de qualificação. Por exemplo, no que respeita aos inscritos na Segurança Social, mais de 25% dos empregados na hotelaria e restauração, e 18% na construção são estrangeiros, quando em 2015 estas percentagens eram de 19,5% e 10,6%, respetivamente; os transportes e o armazenamento também registaram um aumento significativo, de 7,4% para 13,6%. Por outro lado, o papel dos estrangeiros é menos relevante nos ramos industriais, tanto nas indústrias extrativas (5,9% vs. 5,3%), bem como a indústria manufatureira (8,4% vs. 5,6%).

A presença de trabalhadores estrangeiros é mais elevada nos níveis de qualificação mais baixos, o que pode indiciar uma certa sobrequalificação, fenómeno que, embora não sendo exclusivo dos trabalhadores estrangeiros, é um

pouco mais acentuado: por um lado, a presença de trabalhadores estrangeiros com formação superior em profissões elementares é quase sete vezes superior (12% vs. 1,8% dos espanhóis);⁵ por outro lado, um estudo do INE⁶ revela que mais de metade dos trabalhadores estrangeiros (51,1%) – uma percentagem que atinge 57,5% no caso dos cidadãos latino-americanos e desce para 46,9% no caso dos espanhóis – consideram que poderiam desempenhar tarefas mais qualificadas tendo em conta o seu nível de estudos, experiência ou formação.

Nos próximos anos, o envelhecimento continuará a moldar o comportamento da oferta de mão de obra; Além disso, este processo irá acelerar em Espanha e será mais intenso do que no resto da UE: as últimas projeções demográficas do INE sugerem que o rácio de dependência (relação entre a população com 65 ou mais anos e a população com 16-64 anos) aumentará de 31% em 2021 para cerca de 54% em 2050. Esta situação de redução da oferta de mão de obra implicará que os fluxos migratórios desempenhem um papel essencial na manutenção da população ativa. O próprio INE prevê que, em 2030-2050, os fluxos líquidos anuais serão de cerca de 250.000 pessoas (contra menos de 150.000 em 2021).

Espanha: peso dos estrangeiros inscritos na Segurança Social por secções de atividade (% sobre o total)



Notas: Média dos inscritos no Regime Geral e no Regime Especial dos Trabalhadores Independentes. * Maio.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério do Emprego e da Segurança Social.

5. Ver Ministério de Inclusão, Segurança Social e Imigrações (2022). «Relatório sobre a integração da população estrangeira no mercado de trabalho espanhol».

6. Ver INE (2015). Inquérito ao Emprego (EPA, sigla em espanhol) Módulo sobre a situação do emprego dos imigrantes, 2014.

Novas perspetivas para o sector imobiliário espanhol: abrandamento do mercado imobiliário

O mercado imobiliário espanhol começou a abrandar em meados de 2022 com a alteração da política monetária. Para já, embora o BCE já tenha aumentado a taxa de juro de referência em 4 p. p., o ritmo de abrandamento é mais suave do que o previsto, o que nos levou a melhorar as perspetivas do sector para 2023. No entanto, em relação aos próximos trimestres, continuamos a esperar um abrandamento acentuado do mercado imobiliário espanhol, embora seja improvável uma correção acentuada do mercado como a que se verificou no período 2008-2013.

Diminuição mais moderada das vendas e das compras do que o previsto

Até agora, este ano, as vendas e compras de casas caíram 3,4% em termos anuais, para 642.000 em abril (valor acumulado de 12 meses). A descida registou-se tanto no segmento de construção nova (-4,0%) como no de segunda mão (-3,3%). Apesar desta queda em comparação com os recordes excepcionais alcançados em 2022 (650.000 vendas e compras), as vendas e compras ainda estão 16,7% acima do mesmo período de 2019.

Por tipo de comprador, as compras estrangeiras estão a aguentar-se consideravelmente melhor do que as compras espanholas de primeira e segunda habitação.¹ Especificamente, o número de compras estrangeiras diminuiu apenas 2,7% em termos homólogos no primeiro trimestre de 2023, em comparação com -9,0% para as compras de segunda habitação e -12,1% para as compras de primeira habitação por espanhóis. Acresce que este bom desempenho das vendas de estrangeiros surge após a forte retoma em 2022, quando cresceram 30,7% face a 6,4% do total de vendas, o que fez com que o seu peso no total tenha aumentado significativamente (19,5%, segundo a Mitma), fenómeno que se explica, em parte, pelo facto de estes compradores estarem menos dependentes do crédito para aceder à habitação própria.

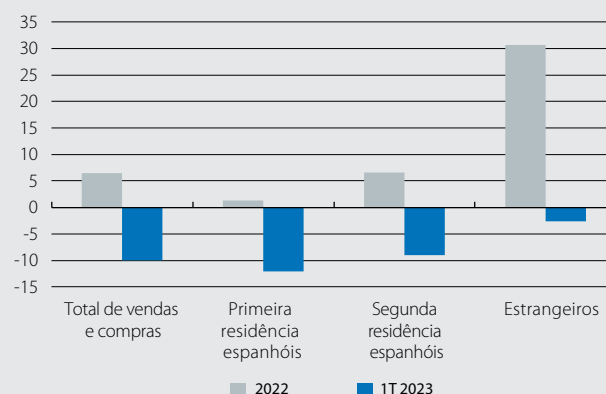
A oferta de habitação continua a não arrancar

A oferta continua a ser muito limitada e insuficiente para satisfazer as necessidades de habitação, tendo em conta a evolução demográfica. O número de novas licenças de construção (109.000 habitações nos últimos 12 meses até março) é, portanto, ainda muito inferior à criação líquida de agregados familiares (241.000 nos últimos quatro trimestres até ao primeiro trimestre de 2023, segundo a EPA). É de notar que o dinamismo na formação de agrega-

1. Para a repartição por tipo de comprador, utilizamos dados da Mitma. Consideramos que uma compra e venda é uma segunda habitação quando a província de residência do comprador é diferente da província em que a habitação está localizada.

Espanha: vendas e compras de casas por tipo de comprador

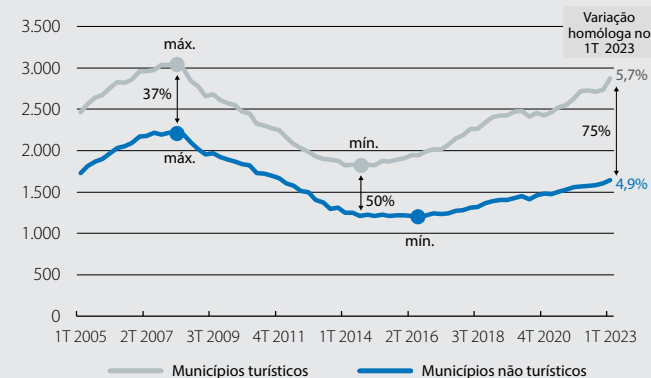
Variação homóloga (%)



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

Espanha: preços da habitação nos municípios turísticos e não turísticos

(Euros por m²)



Notas: Um município é considerado turístico (ou não turístico) se a percentagem de gastos dos POS CaixaBank com cartões estrangeiros foi superior (ou inferior) a 10% do total em 2019. O gráfico mostra o preço médio da habitação ponderado pelo número de habitantes em cada município. As percentagens indicam a diferença média de preços entre os municípios turísticos e os restantes.

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

dos familiares reflete fluxos de imigração notáveis (o aumento da população estrangeira ascende a 452.000 pessoas nos quatro trimestres até ao 1.º trimestre de 2023, de acordo com a EPA) e explica a elevada procura de habitação nas zonas economicamente mais dinâmicas. Por outro lado, uma restrição muito relevante do lado da oferta são os custos de construção residencial, que, apesar de mostrarem sinais de moderação, ainda se encontram em níveis elevados. Em particular, de acordo com as nossas projeções (que têm em conta as cotações dos mercados de futuros de matérias-primas nos mercados internacionais e as nossas projeções dos preços do petróleo em euros), os custos da construção residencial em Espanha poderão começar a diminuir em agosto e cair cerca de 5%,

em média, em 2024 (na ausência de novos choques). Apesar desta descida, os custos consolidar-se-iam em níveis mais elevados do que antes do choque (cerca de 16% acima do nível de janeiro de 2021).

Os preços das casas continuam a resistir apesar da subida das taxas de juro, especialmente no caso das casas novas

A maior resistência da procura, sobretudo a estrangeira, a escassez de oferta de casas novas e os elevados custos de construção apoiaram o preço da habitação nos últimos trimestres apesar do forte aumento das taxas de juros. Os preços das casas (conforme o valor de avaliação publicado pelo Mitma) avançaram muito significativamente no 1.º trimestre de 2023 (2,2% em cadeia vs. 0,5% no 4.º trimestre de 2022), embora em termos homólogos o seu ritmo de aumento tenha continuado a abrandar (3,1% em cadeia vs. 3,3% no 4.º trimestre de 2022).

O segundo gráfico mostra a evolução dos preços da habitação nos concelhos classificados como turísticos e não turísticos, com base na percentagem de gastos dos POS CaixaBank com cartões estrangeiros.² Verifica-se que o preço médio da habitação nos concelhos turísticos é superior ao dos concelhos não turísticos, diferencial que se tem vindo a acentuar até atingir os atuais 75%. De facto, os dados mais recentes, correspondentes ao 1.º trimestre de 2023, mostram que a taxa de aumento dos preços da habitação é mais elevada nos municípios turísticos (5,7% em termos homólogos) do que nos restantes (4,9%). De facto, o preço médio das casas nos municípios turísticos está muito próximo de atingir um nível semelhante ao pico anterior, em meados de 2008, enquanto nos municípios não turísticos ainda está 26% abaixo do pico.

Atualização das previsões imobiliárias para 2023 e 2024

O segundo semestre deste ano será fundamental para determinar em que medida o aumento acumulado das taxas de juro tem um impacto mais ou menos significativo no conjunto da economia e, em particular, no sector imobiliário. Porém, há também uma série de fatores que continuarão a apoiar a procura e os preços da habitação, incluindo um mercado de trabalho resiliente (esperamos que sejam criados 390.000 postos de trabalho em 2023 e 270.000 em 2024 em termos de EPA empregados), uma inflação baixa (inferior a 4% em 2023) e um crescimento salarial mais dinâmico (cerca de 4%-5% em 2023 e cerca de 3,5%-4% em 2024). Além disso, os elevados fluxos migratórios (o INE estima que em 2023 e 2024 a população estrangeira aumentará em 490.000 pessoas por ano) continuarão a apoiar a procura de habitação nas zonas econo-

2. Classificamos os municípios em cidades turísticas e os restantes consoante os gastos com cartões estrangeiros nos terminais POS do CaixaBank tenham sido superiores (ou inferiores) a 10% do total em 2019.

Previsões do BPI Research para o sector imobiliário espanhol

	2022	2023	2024
Preços da habitação (Mitma), variação (%)	5,0	2,9	1,1
Compras e vendas (milhares)	650	500	510
Licenças de construção novas (milhares)	109	90	105

Fonte: BPI Research.

micamente mais ativas.

Do lado da procura, esperamos que as vendas caiam acentuadamente nos próximos meses para cerca de 500.000 em 2023 como um todo, semelhante a 2019, mas 23% inferior a 2022 (650.000). Esta previsão foi recentemente revista em alta (480.000 na previsão anterior³) devido a um declínio das vendas inferior ao esperado nos primeiros meses do ano. Por segmento, prevê-se que o maior ajustamento se concentre nas vendas de habitações em segunda mão. Em contrapartida, o número de vendas de habitações novas manter-se-á num intervalo semelhante ao do ano anterior (cerca de 110.000 habitações, em sintonia com o número de habitações iniciadas nos últimos 12-18 meses).

Do mesmo modo, também revemos em alta a previsão dos preços da habitação, devido aos bons dados do primeiro trimestre. Em particular, melhoramos significativamente a projeção anual para 2023, de 0,2% para 2,9% (valor de avaliação, Mitma). Independentemente destas revisões ascendentes, é importante ter em conta que se devem ao bom desempenho até à data e à rigidez dos preços em baixa a curto prazo. Em relação aos próximos trimestres, em consonância com o enfraquecimento da procura e da economia em geral, continuamos a esperar um abrandamento acentuado, tal como refletido na nossa previsão para 2024 (1,1%).

Por último, a oferta de habitação continuará a ser muito limitada (90.000 licenças de construção previstas em 2023), muito inferior à criação líquida de agregados familiares. Os sinais de arrefecimento da procura, os desenvolvimentos legislativos, os problemas estruturais do sector e os custos de construção, que permanecem elevados apesar da recente moderação, não sugerem que a falta de oferta de habitação seja invertida nos próximos trimestres.

3. Previsão publicada no Focus «Sector imobiliário espanhol: balanço 2022 e perspetivas 2023» no IM04 /2023.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Indústria									
Índice de produção industrial	8,8	2,8	4,4	4,6	0,8	1,4	-0,9	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,8	0,4	-5,1	-5,3	-4,4	-1,6	-5,4	-8,5
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	53,2	49,2	45,6	50,1	49,0	48,4	48,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	15,4	18,8	8,8	2,6	-1,9	0,1	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	28,9	33,6	23,0	17,3	10,1	5,9	...	...
Preço da habitação	3,7	7,4	8,0	7,6	5,5	3,5	-	-	-
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	57,9	56,7	...
Consumo									
Vendas a retalho	5,1	0,9	1,1	0,2	1,9	6,7	5,7	6,0	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	-10,3	3,1	2,6	45,5	8,2	8,3	13,3
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,0	-32,7	-28,1	-22,8	-20,3	-20,7	-16,5
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	13,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,5	3,9	4,8	3,5	2,7	2,5	3,0	2,9	2,6
PIB	5,5	5,5	7,7	4,9	3,1	4,2	-	-	-

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	04/23	05/23	06/23
Inflação global	3,1	8,4	9,1	10,1	6,6	5,1	4,1	3,2	1,9
Inflação subjacente	0,8	5,1	4,9	6,2	6,5	7,6	6,6	6,1	5,9

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	04/23	05/23	06/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,2	23,3	22,9	20,5	18,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	35,2	38,1	33,4	24,0	19,5	...	...
Saldo corrente	11,5	7,3	7,8	6,1	7,3	21,5	24,0	...	...
Bens e serviços	17,9	18,5	14,7	14,4	18,5	34,1	37,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-6,4	-11,2	-7,0	-8,3	-11,2	-12,6	-12,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	22,4	19,2	19,5	18,0	19,2	35,1	37,7	...	...

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	04/23	05/23	06/23
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	5,4	5,3	3,8	1,7	...	...	...
À vista e poupança	10,3	7,9	9,2	8,2	5,0	0,3	-2,6	-4,3	...
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-25,4	-19,2	-7,3	7,7	27,7	38,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	15,6	6,6	-3,2	7,4	8,4	6,0	...
TOTAL	6,7	5,2	6,0	5,4	3,2	2,1	...	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,3	0,7	0,8	1,3	0,5	-0,9	-1,9	-2,4	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	0,7	2,4	0,9	-1,0	-2,2	-2,8	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	1,4	1,1	0,2	-1,2	-2,1	-2,5	...
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-0,5	-0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	...
Administrações Públicas	15,3	0,2	1,9	-3,5	-1,1	-0,2	-4,5	-3,2	...
TOTAL	1,1	0,7	0,9	1,0	0,4	-0,9	-2,1	-2,4	...
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.

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

