

IIM11

INFORMAÇÃO MENSAL
NOVEMBRO 2023



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

Da LIBOR à SOFR

Petróleo, um mercado tenso e «em esforço»

ECONOMIA INTERNACIONAL

O que significa o de-risking para a UE?

ECONOMIA PORTUGUESA

Setor privado com dívida em mínimos de 18 anos

Os excedentes orçamentais voltaram

Setor Agroalimentar: semear o futuro entre seca e custos elevados

ECONOMIA ESPANHOLA

A situação financeira das famílias espanholas melhora com a criação de emprego e a redução da dívida

DOSSIER: PERSPETIVAS 2024

À procura de estabilidade económica num mundo instável

As perspetivas para a inflação e a política monetária em 2024

Um novo quadro orçamental europeu para 2024... será possível?

Portugal em 2024: mais resiliência trava desaceleração

INFORMAÇÃO MENSAL

Novembro 2023

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

BPI Research (UEEF)

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

6 de novembro de 2023

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Do LIBOR ao SOFR*

11 *Petróleo, um mercado tenso e «em esforço»*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *O que significa o de-risking para a UE?*

20 ECONOMIA PORTUGUESA

22 *Setor privado com dívida em mínimos de 18 anos*

25 *Os excedentes orçamentais voltaram*

28 *Setor Agroalimentar: semear o futuro entre seca e custos elevados*

32 ECONOMIA ESPANHOLA

34 *A especialização sectorial penaliza a produtividade da economia espanhola*

36 *A situação financeira das famílias espanholas melhora com a criação de emprego e a redução da dívida*

38 *Cada vez mais pessoas fazem compras online, e não apenas durante a Black Friday*

40 DOSSIER: PERSPETIVAS 2024

40 *À procura de estabilidade económica num mundo instável*

42 *As perspetivas para a inflação e a política monetária em 2024*

44 *Um novo quadro orçamental europeu para 2024... será possível?*

46 *Portugal em 2024: mais resiliência trava desaceleração*

Chaves e perspetivas para 2024

Num mês em que, infelizmente, o risco geopolítico volta a estar no centro das atenções, no Dossier «Perspetivas 2024» passamos em revista as principais chaves e previsões para o próximo ano. E a primeira ideia é precisamente a complexidade do regresso a uma macroeconomia equilibrada num mundo com níveis de instabilidade geopolítica que não se viam há muitas décadas. É verdade que o nosso cenário central prevê uma aterragem suave para a economia mundial que permitiria reduzir a inflação nos países desenvolvidos de 4,7% para 2,8%, com um custo aceitável em termos de crescimento do PIB (2,9% em 2024) e do emprego; uma vez que, após a estagnação do primeiro semestre do ano em grande parte da OCDE, a atividade recuperaria gradualmente na segunda metade do ano. Mas a fragilidade do ciclo económico após as convulsões dos últimos anos é muito elevada, sobretudo tendo em conta o potencial efeito desestabilizador sobre as expectativas e os mercados energéticos da confluência no tempo dos conflitos militares no Médio Oriente e na Ucrânia.

Neste contexto, com as taxas de juro em máximos de 15 anos, um dos principais pressupostos do nosso cenário central de previsão é a continuação do processo desinflationista. Por um lado, poderá constituir um bom suporte para os mercados financeiros, uma vez consolidadas as expectativas de uma viragem da política monetária, e, por outro, continuaria a contribuir para melhorar o poder de compra dos agentes económicos. O problema é que a evolução da inflação está também sujeita a uma elevada incerteza, tanto devido ao comportamento de fatores que escapam ao controlo dos bancos centrais (como os preços do petróleo ou a orientação da política orçamental) como devido a dúvidas sobre a inércia das componentes mais tendenciais do cabaz, num contexto em que os riscos de efeitos de segunda ordem não desapareceram. A este respeito, o segundo artigo do Dossier de Perspetivas 2024¹ conclui que a dinâmica² das componentes não sensíveis à energia na área do euro (40% do cabaz atualmente) está próxima de 3%, muito abaixo dos máximos de 2022, mas ainda um passo acima do nível existente antes da pandemia e do objetivo do BCE. O impacto direto e indireto do choque energético está, portanto, a desaparecer gradualmente na Europa, embora se deva manter a prudência devido à complexidade do cenário geopolítico e ao risco de alguns preços terem adquirido maior inércia do que no passado. Esta cautela poderá traduzir-se na manutenção das taxas de juro nos níveis atuais até ao segundo semestre do próximo ano, altura em que se assistiria a uma mudança de tendência no ciclo monetário (antecipando o regresso da inflação ao objetivo em 2025), embora ainda com as condições financeiras claramente numa zona restritiva.

O próximo ano também será repleto de desafios para a economia portuguesa, tal como analisamos no último artigo do Dossier.³ Depois de uma primeira parte de 2023 em que a atividade foi apoiada pelo bom desempenho do turismo e pela queda dos preços da energia, assistimos, desde o verão, a um abrandamento provocado pelo impacto da subida das taxas de juro, pela subida dos preços do petróleo desde julho e pela acentuada fraqueza do crescimento na zona euro, que, em nossa opinião, conduzirá a um crescimento médio de 2,4% no final do ano. Para 2024, o nosso cenário central prevê um crescimento do PIB de 1,8%, uma vez que os ventos contrários que enfraqueceram a economia portuguesa nos últimos meses deverão manter-se numa primeira fase, tendo em conta os atrasos com que as decisões monetárias são transmitidas à atividade, as fracas perspetivas para as principais economias da zona euro (pelo menos até ao segundo trimestre) e os efeitos de uma política orçamental um pouco mais neutra, dada a retirada das medidas fiscais tomadas para compensar os efeitos da guerra na Ucrânia. É certo que os riscos de deterioração do cenário são significativos, tendo em conta a incerteza associada ao comportamento dos preços da energia e das taxas de juro, mas existem também fatores atenuantes do lado positivo, como o bom desempenho do rendimento disponível e a tração que os fundos europeus poderão exercer sobre a atividade. É neste equilíbrio instável que nos moveremos no próximo ano.

1. Perspetivas para a inflação e a política monetária em 2024.

2. Variação média trimestral do IPC em relação aos três meses anteriores (anualizada e corrigida de sazonalidade).

3. Portugal em 2024: mais resiliência trava desaceleração.

Cronologia

OUTUBRO 2023

- 7** Começa um novo conflito armado entre o Hamas e Israel.
- 20** A Grécia recupera o grau de investimento depois de a S&P ter melhorado o seu *rating* soberano para BBB-.

AGOSTO 2023

- 14** As Nações Unidas fixaram o mês de julho de 2023 como o mais quente desde que há registos (174 anos).

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* em 4,00%.

SETEMBRO 2023

- 14** O BCE aumenta as taxas em 25 p. b. e situa a *depo* em 4,00% e a *refi* em 4,50%.

JULHO 2023

- 26** A Fed aumenta as taxas em 25 p. b. e define o intervalo objetivo em 5,25%-5,50%.
- 27** O BCE aumenta as taxas em 25 p. b. e estabelece a *depo* em 3,75% e a *refi* em 4,25%.

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.

Agenda

NOVEMBRO 2023

- 3** Espanha: produção industrial (setembro).
Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 8** Portugal: emprego (3T).
- 9** Portugal: comércio internacional (setembro).
- 14** Portugal: custo da mão de obra (3T).
- 15** Japão: PIB (3T).
- 17** Espanha: *rating* da Fitch.
Portugal: *rating* Moody's.
- 24** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 28** Portugal: créditos e depósitos (outubro).
- 29** Espanha: avanço do IPC (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 30** Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Portugal: distribuição do PIB (3T).
Zona Euro: avanço do IPC (novembro).

DEZEMBRO 2023

- 1** Espanha: *rating* DBRS.
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
Portugal: produção industrial (outubro).
- 12-13** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 14** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 14-15** Conselho Europeu.
- 18** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (3T).
- 20** Portugal: balança de pagamentos (outubro).
- 22** Espanha: contas nacionais trimestrais (3T).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (3T).
Espanha: execução orçamental do Estado (novembro).
- 26** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T).
Portugal: preços da habitação (3T).
- 28** Portugal: NPL (3T).
- 29** Espanha: previsão do IPC (dezembro).
Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
Portugal: previsão do IPC (dezembro).

Abrandamento sim, mas sem recessão

Os desafios colocados às economias desenvolvidas e à economia portuguesa, em particular, nos últimos anos têm sido de monta. Choques negativos ou medidas de estímulo, com consequências cruzadas e impossíveis de balizar, como os efeitos da escalada da inflação, o aumento dos juros ou as medidas de compensação implementadas. 2023 tem sido um ano em que este ruído de fundo tem complicado a leitura e construção de diagnósticos. Apesar do comportamento da atividade no terceiro trimestre ter desiludido, os primeiros nove meses do 2023 marcam um período de expansão em que Portugal, mais uma vez converge para os níveis de rendimento da UEM – espera-se um crescimento superior a 2% em 2023 que compara com cerca de 0,5% na zona euro. Em média, Portugal expandiu 0,5 p.p. em cada trimestre. 2024 será um ano mais desafiante nesta perspetiva, ainda que não antecipemos um arrefecimento brusco.

Atendendo aos choques a que a economia portuguesa tem estado sujeita, é de evidenciar a resiliência (partilhada por muitas economias desenvolvidas). De facto, se tivermos como referencial o final de 2019, a atividade situa-se em Portugal quase 5% acima desse patamar enquanto outras economias da área do euro apenas estão atualmente a chegar a esses níveis (por exemplo a Alemanha) ou apenas ligeiramente acima (cerca de 2%, como é o caso do conjunto dos países da UEM ou de Espanha). Todavia, a progressão nos próximos seis meses estará dificultada por vários efeitos que se acumulam, como explicamos em detalhe no Dossier, nesta mesma publicação. Entre estes, destacam-se o pleno impacto do aumento das taxas de juro, que implica limitações à despesa das famílias e empresas (sobretudo as devedoras líquidas), as quais têm que alocar uma maior parcela do seu rendimento ao pagamento de responsabilidades com crédito, efeito este que antecipamos chegará ao seu pico máximo nos próximos seis meses. Em simultâneo, as economias para as quais Portugal exporta estarão também enfraquecidas – para além da UEM onde o crescimento se espera quase venha a estagnar, os EUA também deverão desacelerar depois dos aumentos significativos dos juros e a China permanecerá constrangida por desafios estruturais – justificando a expectativa de que a procura externa não venha a acrescentar impulso à atividade. Dado o contexto global, parece também pouco razoável admitir que da atividade do Turismo advirão estímulos muito expressivos, sobretudo quando em 2023 se ultrapassou já

os máximos anteriores à pandemia. Finalmente, a coexistência de dois importantes conflitos na proximidade das fronteiras da União Europeia tenderá a minar progressivamente a confiança quer de famílias quer de empresas. E acrescentam riscos de cauda importantes, com probabilidades e desfechos difíceis de avaliar.

Internamente também escasseiam fatores de impulso. Por exemplo, serão difíceis melhorias muito expressivas do emprego que venham a impulsionar a procura interna. Os últimos dados denotam que, apesar de não haver ainda uma clara tendência de pioria, é indiscutível que estamos num patamar e que, muito possivelmente, assistiremos a alguma deterioração no mercado de trabalho (ainda que ligeira). Por outro lado, a taxa de poupança das famílias está já em níveis relativamente baixos, inferiores aos que se registavam antes da pandemia – 5,6% do rendimento disponível, em junho de 2023 (média de 4 trimestres), que compara com cerca de 7% em 2018-19. Pelo que é igualmente pouco provável que o recurso a poupanças venha a conferir grande suporte a níveis mais altos de despesas das famílias, ainda que estas devam evoluir de forma positiva, suportadas por aumentos reais do rendimento disponível, como explicamos no Dossier.¹ Por último, temos a expectativa de que o investimento possa registar uma dinâmica favorável, em linha com a aceleração da execução dos fundos comunitários. 2024 será um ano crucial neste contexto.

Paula Carvalho

Lisboa, 10 de novembro de 2023

1. Portugal em 2024: mais resiliência trava desaceleração.

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	0,79	0,25	0,25	4,50	5,75	4,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	0,23	0,21	4,74	5,65	3,85
SOFR 12 meses	3,86	1,48	0,34	0,52	5,48	5,50	3,15
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	0,13	0,66	4,30	4,20	2,80
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	0,92	1,46	3,62	3,60	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,50	-0,50	1,77	4,00	3,50
Refi BCE	3,05	0,75	0,00	0,00	2,27	4,50	4,00
€STR	-	-0,54	-0,56	-0,58	1,57	3,91	3,45
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,56	-0,60	1,72	3,87	3,19
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,54	-0,58	2,06	3,82	2,94
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,52	-0,55	2,56	3,95	3,00
Euribor 12 meses	3,40	0,96	-0,50	-0,50	3,02	4,08	3,06
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,73	-0,69	2,37	3,15	2,50
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	-0,57	-0,31	2,13	2,70	2,60
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	-0,57	-0,45	2,66	3,05	2,82
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	-0,41	-0,25	2,73	3,13	2,99
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,05	0,42	3,18	3,80	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	3,22	3,04
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	-0,45	-0,35	2,53	3,24	3,14
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,02	0,34	3,10	3,60	3,45
Prémio de risco	19	314	60	65	97	90	85
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,22	1,13	1,06	1,07	1,12
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,90	0,85	0,87	0,87	0,89
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	50,2	74,8	81,3	85,0	79,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	41,3	66,2	76,8	79,4	70,5

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	3,5	2,8	2,9
Países desenvolvidos	2,7	1,4	-4,2	5,6	2,6	1,4	1,1
Estados Unidos	2,7	1,8	-2,2	5,8	1,9	2,0	0,8
Zona Euro	2,2	0,8	-6,3	5,6	3,4	0,5	0,7
Alemanha	1,6	1,2	-4,2	3,1	1,9	-0,4	0,3
França	2,2	1,0	-7,7	6,4	2,5	0,8	0,7
Itália	1,5	-0,3	-9,0	7,0	3,8	0,7	0,6
Portugal	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,4	1,8
Espanha	3,7	0,6	-11,2	6,4	5,8	2,4	1,4
Japão	1,4	0,4	-4,3	2,3	1,1	1,3	1,1
Reino Unido	2,7	1,2	-10,4	8,7	2,5	0,6	0,5
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	4,9	-1,8	6,9	4,1	3,9	4,2
China	10,6	8,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6
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	2,2	1,8
México	2,3	1,5	-8,7	5,8	3,9	2,7	1,9
Rússia	-	1,4	-2,7	5,6	-2,1	1,0	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	4,2	3,7	3,2	4,7	8,7	6,9	5,2
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,7	3,1	7,3	4,6	2,6
Estados Unidos	2,8	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,4
Zona Euro	2,2	1,4	0,3	2,6	8,4	5,6	3,1
Alemanha	1,7	1,4	0,4	3,2	8,7	6,2	3,3
França	1,9	1,3	0,5	2,1	5,9	5,3	2,9
Itália	2,4	1,4	-0,2	1,9	8,7	6,6	2,9
Portugal	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,6	2,4
Espanha	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Japão	-0,3	0,4	0,0	-0,2	2,5	2,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	0,9	2,6	9,1	7,5	3,6
Países emergentes	6,7	5,6	5,2	5,9	9,8	8,5	7,1
China	1,7	2,6	2,5	0,9	2,0	0,7	2,0
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	5,6	5,2
Turquia	22,6	9,6	12,3	19,6	72,3	46,4	34,9
Polónia	3,5	2,0	3,7	5,2	14,3	11,7	6,7

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,5	-7,0	4,7	5,7	1,1	0,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,3	0,4	4,6	2,4	1,1	1,2
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	-2,2	8,7	2,7	1,3	5,0
Bens de equipamento	3,2	2,6	-5,4	15,3	5,5	-	-
Construção	-1,5	-2,6	1,0	7,4	1,3	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,1	-5,3	5,7	4,8	0,7	1,7
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	-18,8	13,4	16,7	5,5	2,4
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	-11,8	13,2	11,0	1,5	2,4
Produto interno bruto	1,5	0,5	-8,3	5,5	6,7	2,4	1,8
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,5	-1,9	2,7	2,0	1,1	0,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	7,0	6,6	6,0	6,6	6,5
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	0,0	1,3	7,8	4,6	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,2	-0,8	-1,4	1,2	1,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,1	1,0	-0,4	2,3	2,6
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-5,8	-2,9	-0,4	-0,1	-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	7,2	4,8	1,6	1,4
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,1	3,6	3,4	-0,2	2,4	1,3
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,4	-9,0	2,8	2,4	2,6	3,0
Bens de equipamento	4,9	0,1	-12,6	4,4	1,9	0,2	3,9
Construção	5,7	-2,9	-9,2	0,4	2,6	4,3	2,4
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	-9,0	6,6	2,9	1,7	1,6
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	-20,1	13,5	15,2	2,9	0,4
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	-15,0	14,9	7,0	1,1	1,0
Produto interno bruto	3,7	0,6	-11,2	6,4	5,8	2,4	1,4
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,4	-6,8	6,6	3,8	2,2	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	15,5	14,8	12,9	12,1	11,8
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	-0,3	3,1	8,4	3,7	3,6
Custos de trabalho unitários	3,0	0,6	7,7	0,3	0,4	3,9	3,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,3	0,6	0,8	0,6	1,8	1,7
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	-6,6	-10,1	-6,8	-4,7	-4,2	-3,6

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

Previsões

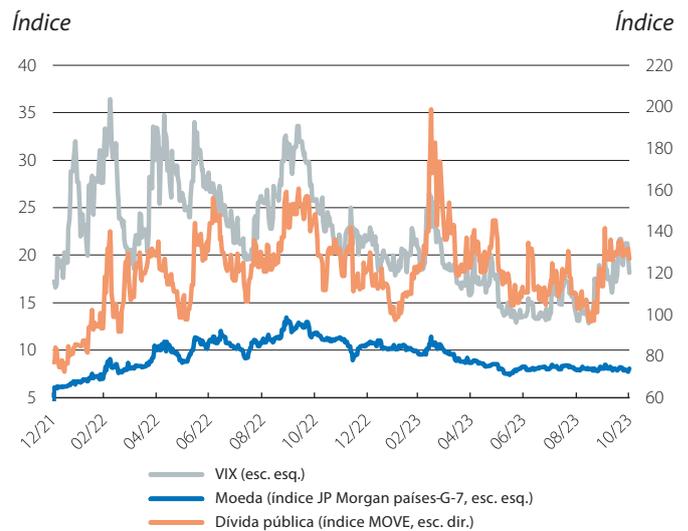
Política monetária em modo de «pausa»

Bancos centrais concentram atenções apesar do conflito entre Israel e Hamas. A reta final do ano começou marcada por dois grandes catalisadores. O primeiro foi a eclosão de uma nova fonte de instabilidade geopolítica, o conflito entre Israel e o Hamas, que inicialmente levou a um aumento da volatilidade na maioria dos ativos e aumentou a cautela dos investidores. Apesar do potencial de desestabilização da região em caso de escalada, o nervosismo dos investidores moderou-se ao longo das semanas, devido às perceções locais do conflito, e as atenções viraram-se para os principais bancos centrais (o segundo catalisador). Primeiro, o BCE e, depois, a Fed concordaram em deixar as suas taxas de juro inalteradas em outubro, reforçando a ideia de que a restritividade monetária atingiu o seu máximo e encorajando a recuperação do apetite pelo risco dos investidores, embora de forma relativamente contida.

As matérias-primas estão a resistir à pressão da crise. Contrariamente à invasão russa da Ucrânia, os preços das matérias primas, especialmente os preços da energia, resistiram favoravelmente ao choque inicial da crise do Médio Oriente. Em parte, isto dever-se-ia ao facto de nenhum dos países envolvidos no conflito ser um produtor de referência de recursos básicos e de o contexto monetário internacional (com taxas de juro mais elevadas durante mais tempo) ajudar a amortecer uma subida de preços, através de uma menor procura. Os preços mantiveram-se, no entanto, voláteis face a um ambiente de grande incerteza, bem como ao risco de um alargamento do conflito a mais países ter um maior impacto na produção e no trânsito comercial de algumas matérias primas energéticas. Enquanto o preço do barril de Brent registou volatilidade, e terminou outubro em níveis superiores aos do início do mês, o preço do gás natural (o TTF holandês) subiu para níveis de há oito meses, também devido a fatores exógenos temporários (como a sabotagem de um gasoduto na Finlândia e a greve de uma empresa de gás na Austrália).

Os bancos centrais fazem uma pausa e avisam que vão continuar com política restritiva enquanto for necessário. Decorrido mais de um ano de subida das taxas de juro e de aperto das condições financeiras, as principais economias avançadas começaram a dar sinais claros de arrefecimento, principalmente através das suas taxas de inflação. Embora ainda acima dos níveis desejados pelas respetivas autoridades monetárias, o facto de a desinflação ter sido notável e sustentada foi fundamental para a decisão dos principais bancos centrais de interromperem o ciclo de subida das taxas nas suas últimas reuniões. Porém, ainda estão longe de desistir da luta contra a inflação e, a este respeito, reiteraram uma orientação restritiva e a intenção de manter as taxas elevadas durante algum tempo. Por conseguinte, na sua reunião de outubro, o BCE manteve as taxas de juro nos níveis fixados em setembro (a *depo* em 4,00% e a *refi* em 4,50%), enquanto a Fed manteve as taxas em 5,25%-5,50% e, embora reconhecendo que as condições finan-

Volatilidade nos mercados financeiros



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

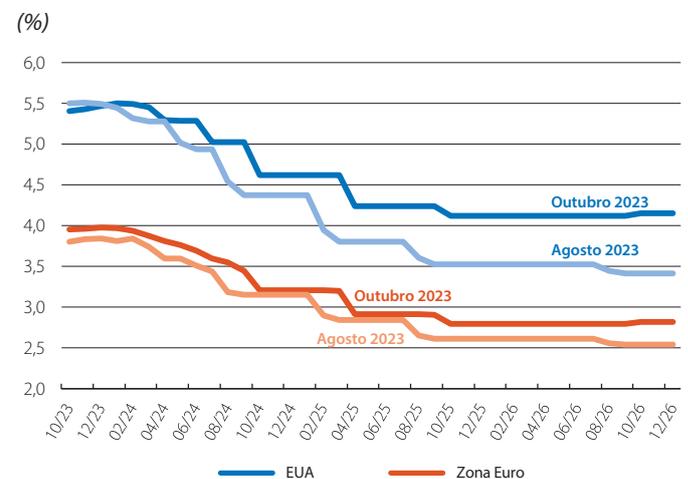
Matérias-primas

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Israel/Hamas *	Outubro	No ano	2022
Matérias-primas	Índice	104,7	2,0	0,9	-7,2	13,8
Energia	Índice	36,8	1,2	-1,2	-10,8	-4,4
Brent	\$/barril	85,7	1,3	-5,5	-0,3	33,5
Gás natural (Europa)	€/MWh	47,6	24,4	20,9	-37,7	-0,3
Metais preciosos	Índice	217,7	7,7	7,9	1,3	25,3
Ouro	\$/onça	1.986,3	8,4	8,7	8,9	44,8
Metais industriais	Índice	138,8	-0,1	-2,1	-16,0	6,1
Alumínio	\$/Tm	2.236,5	-0,1	-4,7	-6,0	16,7
Cobre	\$/Tm	8.109,5	0,8	-1,9	-3,1	12,4
Agricultura	Índice	64,6	1,1	0,6	-6,1	-1,9
Trigo	\$/fanega	562,3	-1,1	-0,4	-29,0	7,5

Nota: * A referência é retirada dos preços de fecho de 6 de outubro.

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

Fed e BCE: expectativas para as taxas de juro de referência



Nota: Forwards sobre a EFFR e a taxa OIS da área do euro a partir das curvas de rendimento do mercado.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

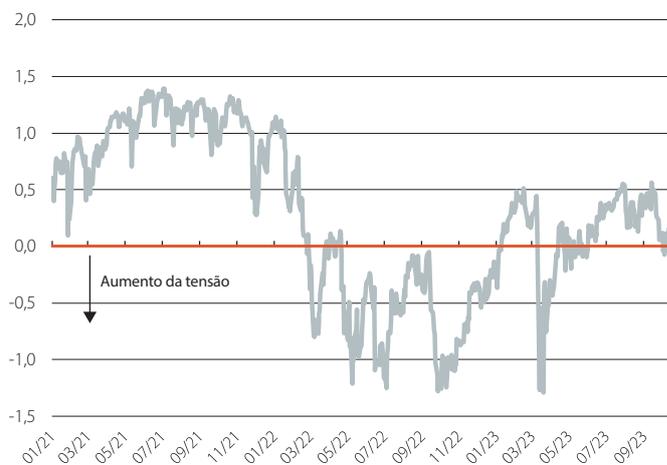
ceiras continuaram a apertar, deixou a porta aberta a novas subidas, dada a força da economia dos EUA. Nos dois casos, as pausas foram interpretadas pelos mercados financeiros como o fim do ciclo de subida das taxas de juro em ambos os lados do Atlântico. Nas outras economias avançadas, os bancos centrais do Canadá e do Reino Unido também optaram por manter as suas taxas inalteradas em 5,00% e 5,25%, respetivamente. Como contraponto, o Banco do Japão, que, ainda com uma política muito expansionista, deu um pequeno passo no sentido de retirar a sua política de controlo da curva de rendimentos soberanos (o Banco do Japão fixou um «teto» de 1,0% para a taxa soberana a 10 anos, um nível que, a partir de agora, deverá ser tratado com mais flexibilidade, uma vez que o considera formalmente apenas um *benchmark*).

Melhoria das inclinações das curvas soberanas. No período que antecedeu as reuniões da Fed e do BCE, e apesar da incerteza geopolítica, a expectativa de um ambiente monetário marcado pelo *higher for longer* foi o principal impulsionador dos mercados soberanos. Nos EUA, este sentimento foi sustentado pela divulgação de dados de atividade que mostram que a economia continua a ser resiliente, e exerceu uma pressão significativa no sentido da subida das *yields* das obrigações de longo prazo, que no caso da taxa do tesouro a 10 anos atingiram 5% (momentaneamente) pela primeira vez em 16 anos. Após a reunião da Fed, no entanto, os dados do mercado de trabalho mostraram alguma perda de tração e, mais uma vez, as *yields* das obrigações soberanas desceram, juntamente com as expectativas mais baixas dos investidores quanto a novas subidas das taxas por parte da Fed. Pelo contrário, na Zona Euro, os dados económicos fracos levaram a um ajustamento em baixa das taxas de rendibilidade nos prazos mais curtos, enquanto os prazos longos acabaram por acompanhar a descida final das taxas soberanas dos EUA. Os prémios de risco dos países da Europa periférica diminuíram, especialmente os da Itália, depois de a S&P ter mantido a sua notação de crédito. No mercado cambial, o dólar capitalizou a melhoria da sua curva de rendimentos face à Zona Euro e manteve-se em torno de 1,05 face ao euro.

Os mercados bolsistas estão a cair há três meses consecutivos. Não obstante um saldo anual positivo de 7%, o MSCI World Index desceu quase 2% em outubro, refletindo a confirmação de que as taxas de juro se manterão em níveis elevados e durante mais tempo, tanto nas economias avançadas como nas principais economias emergentes, e a prudência dos investidores face à volatilidade de alguns riscos geopolíticos. Adicionalmente, ambos os fatores coincidiram com o início da época de resultados empresariais do terceiro trimestre nos EUA e na Zona Euro. Até finais de outubro, o balanço era misto, pois os resultados excediam as expectativas em mais de 70% no caso dos EUA, mas o ritmo de crescimento dos resultados era o mais lento dos últimos trimestres e as perspetivas para 2024 eram menos otimistas. Tudo somado, estes fatores penalizaram a capitalização das principais bolsas ocidentais, que caíram em média 3% no mês, e as dos mercados emergentes, onde, apesar dos novos estímulos monetários e fiscais na China, os seus principais índices bolsistas também desceram.

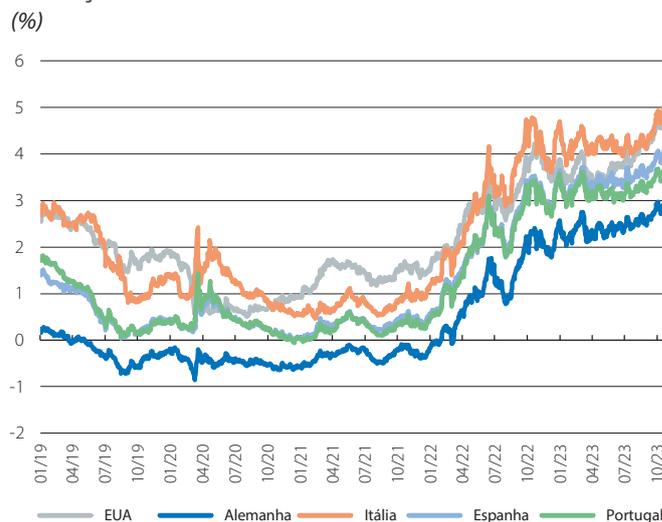
EUA: condições financeiras

Índice



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

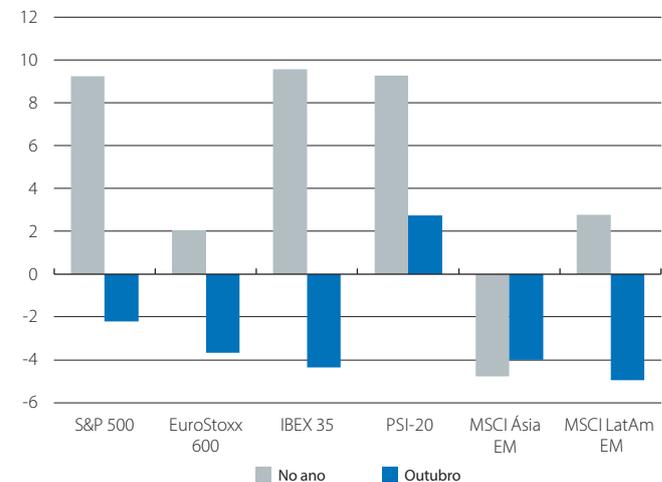
Evolução das taxas soberanas a 10 anos



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

Principais índices bolsistas

Varição (%)



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

Da LIBOR à SOFR

Em 30 de junho de 2023, os dados sobre a USD LIBOR, a taxa de juro à qual os bancos emprestam dólares americanos uns aos outros, deixaram de ser publicados. Não foi um fim abrupto, pois as autoridades competentes vinham alertando desde 2017 para a necessidade de abandonar a LIBOR a favor de outra referência, a SOFR. Em seguida, explicamos a que se referem estes acrónimos e como se distinguem uns dos outros.

O que era a LIBOR e porque foi descontinuada?

LIBOR significa *London InterBank Offered Rate* e era a taxa de juro média das transações que um painel de bancos efetuava diariamente entre si, para cada moeda e prazo, e era regulada pela FCA.¹ Por outras palavras, num determinado dia, de todos os empréstimos denominados, por exemplo, em dólares que os bancos concediam entre si com um mês à vista, calculava-se a taxa de juro média a que essas transações tinham sido efetuadas para obter a LIBOR a 1 mês em USD. A relevância desta taxa de juro era primordial, visto que a taxa de juro de muitos empréstimos a particulares e a sociedades não financeiras estava ligada à sua evolução.

No entanto, na sequência da crise financeira, e em parte devido à menor disponibilidade dos bancos para emprestarem liquidez uns aos outros, o número dessas transações diminuiu acentuadamente. Doravante, a média deixou de ser calculada com base nas transações efetuadas e passou a resultar de uma sondagem sobre a taxa de juro a que os empréstimos seriam atribuídos,² o que a tornava pouco representativa e dava mesmo origem a episódios de má prática.

Perante a relevância da LIBOR, a FCA começou a trabalhar na procura de alternativas à taxa interbancária de base antes de descontinuar a LIBOR em janeiro de 2022 para as LIBOR denominadas em libras esterlinas, ienes japoneses e francos suíços e em junho de 2023 para as LIBOR denominadas em dólares norte-americanos.³

O que é a SOFR e como é que resolve os problemas da LIBOR?

Focando no caso do dólar americano, a SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) é uma taxa de juro desenvolvida

1. Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido.

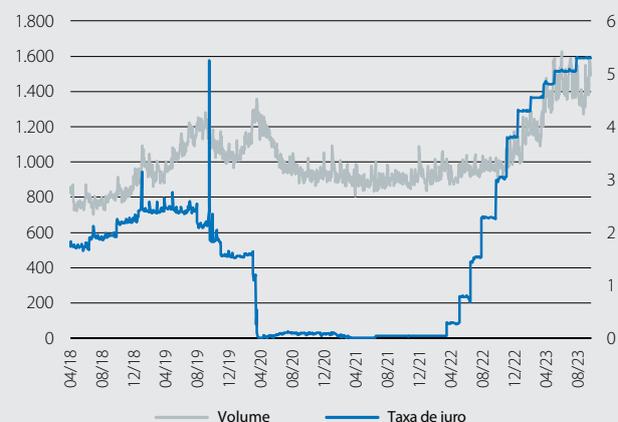
2. O atual presidente do Banco de Inglaterra e então presidente da FCA, Andrew Bailey, explicou que, para uma determinada moeda e prazo de vencimento, houve apenas 15 transações em todo o ano de 2016. Ver *The future of LIBOR*, discurso proferido por Andrew Bailey em 27 de julho de 2017 na Bloomberg, Londres.

3. Neste artigo, centramo-nos no caso dos EUA e da sua nova taxa de juro de referência, a SOFR, mas para os países acima mencionados existem também novas taxas alternativas que substituíram a LIBOR. No Reino Unido, o principal índice de referência é atualmente o SONIA (*Sterling Overnight Index Average*); na Suíça, a SARON (*Swiss Average Rate Overnight*); e no Japão, a TONA (*Tokyo Overnight Average Rate*) e a TIBOR (*Tokyo Interbank Offered Rate*).

Secured Overnight Financing Rate (SOFR)

(Milhares de milhões de dólares)

(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de Nova Iorque.

pela Reserva Federal dos EUA que tem sido publicada desde 2018. Esta taxa de juro é o resultado do cálculo da média ponderada de todos os empréstimos «overnight» que várias instituições financeiras concedem entre si no âmbito do Sistema da Reserva Federal. Em termos conceptuais, isto torna-a semelhante à LIBOR. No entanto, como veremos mais adiante, existem diferenças relevantes. Com efeito, desde o início do seu cálculo, o volume diário de transações sobre as quais a SOFR foi calculada é superior a 1 bilião de dólares, em média, com um valor mínimo de 0,7 biliões de dólares, o que limita o principal problema da LIBOR: a baixa representatividade.⁴ Além disso, a SOFR é publicada pela Reserva Federal de Nova Iorque com base em transações observadas e não em transações reportadas.

A LIBOR e a SOFR são equivalentes?

Em termos conceptuais, ambas são taxas de juro resultantes da observação de transações entre instituições financeiras. Contudo, no caso da SOFR, os empréstimos utilizados para calcular o índice de referência são garantidos (*secured*) por dívida soberana dos EUA, enquanto os empréstimos utilizados para calcular a LIBOR não são garantidos (*unsecured*). Isto significa que o risco nas transações SOFR é geralmente menor do que nas transações LIBOR e, por conseguinte, a taxa de juro é ligeiramente inferior.

Outra diferença relevante é o facto de, por definição, para a SOFR apenas ser publicada a taxa overnight, enquanto

4. Esta maior representatividade resulta, em parte, da inclusão de outras instituições financeiras (companhias de seguros ou gestores de fundos, entre outros) para além dos principais bancos. Para mais pormenores sobre as transações e o cálculo da SOFR, ver <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr>

que para a LIBOR são também publicadas as taxas de juro das transações interbancárias a uma semana, um mês, três meses, seis meses e doze meses. A fim de obter a taxa de juro para estes prazos, a Chicago Mercantile Exchange (CME) calcula a taxa de juro implícita dos futuros SOFR para estes prazos e publica-a no seu website.

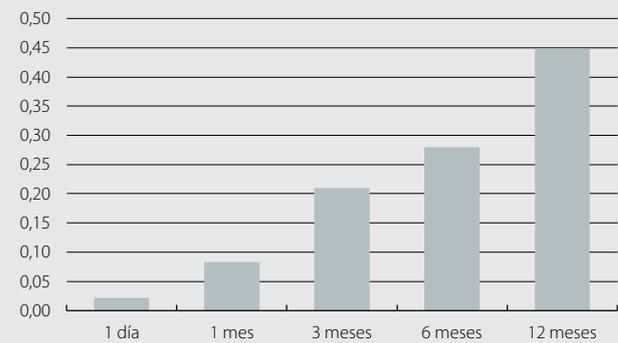
No entanto, reconhecendo as diferenças entre a LIBOR e a SOFR, a SOFR oferece uma continuidade razoável como métrica das taxas de juro interbancárias dos EUA.

E a Euribor?

A revisão deste tipo de referência interbancária para melhorar a sua representatividade foi efetuada para todas as principais moedas das economias avançadas, e a Euribor a vários meses não foi exceção. Ao contrário da LIBOR, porém, os métodos de cálculo da Euribor foram melhorados e, desde 2019, o mesmo indicador é publicado, mas com uma metodologia aperfeiçoada.⁵

Diferencial entre a LIBOR e a SOFR em diferentes prazos

(p. b.)



Nota: Mostra de janeiro de 2020 a junho de 2023, exceto os 12 meses, que mostramos a partir de setembro de 2021.

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

5. Para mais pormenores, ver a secção «Perguntas e respostas sobre a Euribor» no IM07/2022.

Petróleo, um mercado tenso e «em esforço»

O conflito entre Israel e o Hamas, que eclodiu no início de outubro, é, antes de mais, uma tragédia humanitária. Apesar de ser ainda muito difícil quantificar o impacto da escalada da guerra na economia mundial, é evidente que um dos principais focos de atenção recai sobre o mercado petrolífero, dada a localização geográfica do conflito e o risco de este envolver mais países do Médio Oriente. Até à data, os mercados financeiros têm reagido de forma relativamente cautelosa, embora a volatilidade tenha aumentado. No mercado do crude, registou-se uma certa pressão no sentido da subida dos preços do petróleo. Contudo, para compreender melhor as previsões para este mercado, é necessário recuar um pouco, visto que algumas das tensões nos preços do petróleo já estavam a ser descontadas desde o verão.

Desequilíbrios entre a oferta e a procura

Os mercados mundiais de crude começaram a ajustar-se mais em meados de julho, à medida que o equilíbrio entre a oferta e a procura começou a mostrar sinais de instabilidade. O clima de nervosismo aumentou depois de a Arábia Saudita¹ ter anunciado, de surpresa, no início de setembro, que iria prolongar a redução voluntária – para além dos acordos da OPEP – de 1 milhão de barris por dia (b/d) até ao final do ano. Assim, a sua produção manter-se-ia em cerca de 9 milhões de b/d até ao final de 2023, o nível mais baixo em vários anos. Paralelamente, a Rússia,² um aliado da OPEP, também alargou o seu corte de exportações em 300.000 b/d. As duas medidas vieram juntar-se aos cortes já em vigor pela OPEP e seus aliados, que em junho foram prolongados até ao final de 2024, e coincidiram numa altura em que as reservas de petróleo crude e destilado dos EUA³ (o principal produtor mundial) se encontravam em níveis excecionalmente baixos, e a procura global de petróleo caminhava para níveis recorde,⁴ apesar das dúvidas sobre o crescimento económico da China.⁵

1. A Arábia Saudita é o maior produtor da OPEP, com uma quota de produção atual estimada em 32,2% no seio da organização. Mundialmente, é o segundo maior produtor, a seguir aos EUA, com uma produção que atingiu 12,1 milhões de b/d em 2022.

2. A Rússia é o terceiro maior produtor de petróleo do mundo (11,2 milhões de b/d em 2022). A quota de mercado combinada da Arábia Saudita e da Rússia é estimada em mais de 40% do total da OPEP e dos seus aliados.

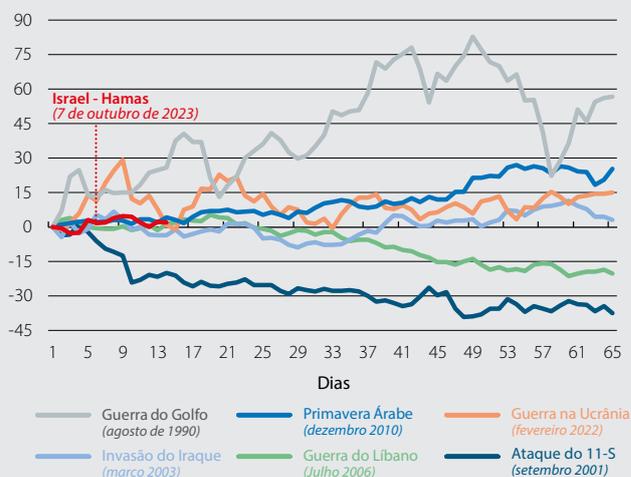
3. Apesar de a sua produção aumentar para 17,7 milhões de b/d em 2022, os EUA são um importador líquido de crude porque as suas refinarias não estão equipadas para processar as novas variedades de petróleo mais leves e com baixo teor de enxofre (xisto) que o país produz.

4. A OPEP e a IEA estimam que a procura mundial de petróleo será de cerca de 102 milhões de b/d em 2023, impulsionada em grande parte pela procura dos países não pertencentes à OCDE (principalmente a China e a Índia) e pelo consumo de combustível para a aviação (parafina).

5. Embora o ritmo de crescimento da sua economia tenha abrandado, as importações de petróleo da China, incluindo os produtos refinados, aumentaram 19% em termos anuais entre janeiro e setembro, impulsionadas pelo aumento do tráfego de passageiros, da indústria e do consumo doméstico.

Impacto dos acontecimentos geopolíticos nos preços do petróleo

Varição (%)



Nota: Dados de 25 de outubro de 2023.

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

A soma destas circunstâncias favoreceu a escalada dos preços do Brent entre julho e setembro para 96 dólares, um aumento de mais de 20% que colocou o preço no seu nível mais elevado desde novembro de 2022 e que, além disso, foi acompanhado por uma deslocação ascendente de toda a curva de preços dos futuros do crude. No início do 4.º trimestre de 2023, porém, a retórica *higher for longer* dos principais bancos centrais arrefeceu alguma da euforia de compra e os preços baixaram cerca de 10 dólares por barril.

Um risco dificilmente previsível

No decurso dos primeiros 20 dias do conflito entre Israel e o Hamas, o preço do petróleo, impulsionado pelos prémios de risco ligados à incerteza da guerra, subiu quase 7% sendo negociado a cerca de 90 dólares por barril. Todavia, em comparação com episódios anteriores em que as tensões geopolíticas envolveram diretamente países do Médio Oriente, a reação inicial do preço do barril foi «contida». Esta «contenção» reflete, em parte, o facto de, desde a crise de 1973, a quota de produção de países como os EUA e a Rússia ter aumentado em detrimento da OPEP, bem como a melhoria das relações comerciais e diplomáticas que muitos países do Golfo têm com Israel nos últimos anos.⁶

6. Em 2020, os Emirados Árabes Unidos, o Bahrein, o Sudão, Marrocos e Israel assinaram os Acordos de Abraão com o objetivo de normalizar as relações diplomáticas e comerciais. Nas semanas que antecederam a guerra, a Arábia Saudita esteve também perto de formalizar relações comerciais com Israel.

No entanto, a situação atual pôs em evidência um risco geopolítico que tem sido largamente ignorado nos últimos anos. Embora nem Israel nem a Palestina sejam grandes produtores de crude, a ligação do Irão⁷ com o Hamas põe em evidência os elevados riscos para o cenário energético em caso de escalada da guerra que envolva mais países. De qualquer modo, um dos cenários mais preocupantes para os investidores e analistas é o envolvimento do Irão no conflito, dado que a sua localização geográfica lhe permite dominar o Estreito de Ormuz, por onde circulam 30% a 40% de todo o crude exportado por via marítima (15% a 20% da produção mundial) e cerca de 20% a 25% do comércio marítimo mundial de gás natural liquefeito.

Os preços do petróleo manter-se-ão *higher for longer*

Para além dos esforços diplomáticos desenvolvidos pelos países e pelas organizações internacionais para resolver o conflito, os principais intervenientes no mercado petrolífero estão a tentar avançar com medidas destinadas a atenuar os efeitos que um agravamento da guerra poderá ter nos preços do crude. Os EUA levantaram temporariamente as sanções petrolíferas contra a Venezuela,⁸ pelo menos durante seis meses. O Ministério da Energia anunciou igualmente que, para aumentar as reservas estratégicas, tenciona adquirir 6 milhões de barris a 79 dólares por barril. A Arábia Saudita, por seu lado, declarou que não tenciona prolongar os cortes na produção e que tem capacidade de reserva suficiente para retomar o fornecimento. Não obstante, no momento da redação do presente relatório, os investidores não pareciam considerar suficientes as medidas anunciadas e os prémios de risco aplicados aos preços continuavam elevados.

Em suma, as previsões para o próximo ano são de que os preços do crude se mantenham elevados. A pressão sobre as reservas mundiais de petróleo, visível antes da guerra, deverá manter-se pelo menos até ao início de 2024, altura em que os países produtores poderão recuperar as suas quotas de extração. No entanto, também vale a pena ter em conta que a procura da China continuará a apoiar o aumento do crescimento da procura global.⁹ Por isso, os futuros apontam para preços ligeiramente acima dos 80 dólares em todo o ano de 2024. Estes valores são, no

7. O Irão é o oitavo maior produtor mundial de petróleo e a sua quota na produção da OPEP é de 11%. A sua produção aumentou significativamente em 2023 (+20% até setembro), face a um certo abrandamento das sanções impostas pelos EUA ao Irão em 2016.

8. Este levantamento será realizado em relação a uma parte das sanções impostas em 2017 e em troca do cumprimento de determinadas garantias constitucionais no período que antecede as eleições de 2024 na Venezuela. O consenso dos analistas prevê que, a curto prazo, a produção venezuelana atinja apenas 200.000 b/d, dada a falta de investimento e a desatualização da indústria.

9. A IEA estima que o crescimento da procura mundial de petróleo em 2024 ascenderá a quase 102 milhões de b/d, com a China a representar 77% do total.

Preço do petróleo Brent (Dólar/barril)



Nota: Dados de 25 de outubro de 2023.

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

entanto, muito sensíveis a alterações na guerra do Médio Oriente que, se se estenderem ao longo do tempo ou a mais países, intensificarão as pressões sobre a oferta e os prémios de risco nos preços futuros do barril.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	250,0
Euribor 3 meses	3,97	3,95	2	184,0	224,6
Euribor 12 meses	4,05	4,23	-18	76,1	137,9
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,64	3,69	-5	103,8	151,6
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,02	3,20	-19	25,2	103,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,81	2,84	-3	23,5	66,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,88	3,93	-5	22,0	65,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,53	3,60	-8	-6,1	38,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	100,0	150,0
Dívida pública a 1 ano	5,45	5,45	0	76,3	75,6
Dívida pública a 2 anos	5,09	5,04	4	66,2	46,8
Dívida pública a 10 anos	4,93	4,57	36	105,6	83,0

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	86	80	5	-4,9	-25,9
Itraxx Financeiro Sénior	98	91	8	-0,8	-22,9
Itraxx Financeiro Subordinado	179	166	14	7,3	-37,6

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,058	1,057	0,0	-1,2	7,7
EUR/JPY (ienes por euro)	160,410	157,950	1,6	14,2	10,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,870	0,867	0,4	-1,7	1,0
USD/JPY (ienes por dólar)	151,680	149,370	1,5	15,7	2,6

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	539,5	548,6	-1,6	-2,8	-2,0
Brent (\$/barril)	87,4	95,3	-8,3	1,7	-9,1
Ouro (\$/onça)	1.983,9	1.848,6	7,3	8,8	21,3

Rendimento variável

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.193,8	4.288,1	-2,2	9,2	11,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.061,1	4.174,7	-2,7	7,1	12,1
Ibex 35 (Espanha)	9.017,3	9.428,0	-4,4	9,6	13,2
PSI 20 (Portugal)	6.257,1	6.090,3	2,7	9,3	9,1
Nikkei 225 (Japão)	30.858,9	31.857,6	-3,1	18,3	11,6
MSCI emergentes	915,2	952,8	-3,9	-4,3	4,8

A economia mundial, com um arrefecimento irregular

Aumentam as divergências regionais na economia mundial.

Com efeito, a atividade económica continua a sofrer com o aumento da inflação que, há quase dois anos, foi desencadeado por desequilíbrios entre a oferta e a procura (devido à pandemia) e pelo aumento dos preços da energia e dos produtos alimentares (devido à guerra na Ucrânia). A economia mundial mostrou-se inicialmente mais resistente do que o previsto, mas nos últimos trimestres o arrastamento das condições financeiras tem vindo a tornar-se mais perceptível, uma vez que os bancos centrais, confrontados com a necessidade de combater a inflação, entraram em território claramente restritivo, pesando em particular nos mercados imobiliários, no investimento e na atividade. O arrefecimento é, no entanto, mais pronunciado nas economias avançadas do que nas economias emergentes e, em ambos os grupos, há notáveis exceções, como a resiliência dos EUA no primeiro bloco e as dificuldades da China no segundo.

Os EUA resistem aos ventos contrários. No 3.º trimestre de 2023, o PIB dos EUA registou um notável crescimento trimestral de 1,2%, mais do dobro da média do primeiro semestre do ano (+0,5%) e com uma composição sólida (o consumo privado cresceu 1,0%, o consumo público 1,1% e o investimento residencial aumentou 1,0%, após nove trimestres consecutivos de quedas). Tal resiliência da atividade não atenua a descida da inflação, que continua a convergir para o objetivo de 2% da Reserva Federal. Em setembro, porém, o IPC enviou alguns sinais contraditórios. A inflação global, em particular, manteve-se inalterada em 3,7% em termos homólogos, principalmente devido ao aumento dos preços da energia. Já a inflação subjacente caiu 2 décimas de ponto percentual para 4,1%, mas a sua dinâmica mensal foi menos positiva do que nos meses anteriores, com uma taxa estável de 0,3% e, por componente, uma aceleração da inflação das rendas (0,6% vs. 0,3% em agosto), que pesam mais de 40% no cabaz principal.

A Europa sente o frio. No terceiro trimestre, o PIB da Zona Euro registou uma queda de 0,1%, depois de ter crescido 0,2% no segundo trimestre (revisão em alta de 0,1 p.p.). Este valor traduz, em parte, a volatilidade do PIB na Irlanda (-1,8% em termos trimestrais vs. +0,5% no segundo trimestre), embora, excluindo os dados irlandeses, a Zona Euro tivesse praticamente estagnado no terceiro trimestre. Este recuo da atividade foi praticamente generalizado entre as principais economias, com uma descida trimestral de 0,1% na Alemanha (após a estagnação da primeira metade do ano), um aumento moderado de 0,1% em França (não tão modesto se tivermos em conta que os 0,6% do segundo trimestre foram fortemente impulsionados por efeitos temporários, após os quais se poderia ter observado uma nova inversão) e uma estagnação em Itália (0,0% no 3T vs. -0,4% no 2T), enquanto a Espanha foi mais dinâmica (0,3%).

A inflação europeia desce abaixo dos 3%. O lado positivo do arrefecimento da atividade na Zona Euro encontra-se na inflação, com

FMI: projeções de crescimento do PIB

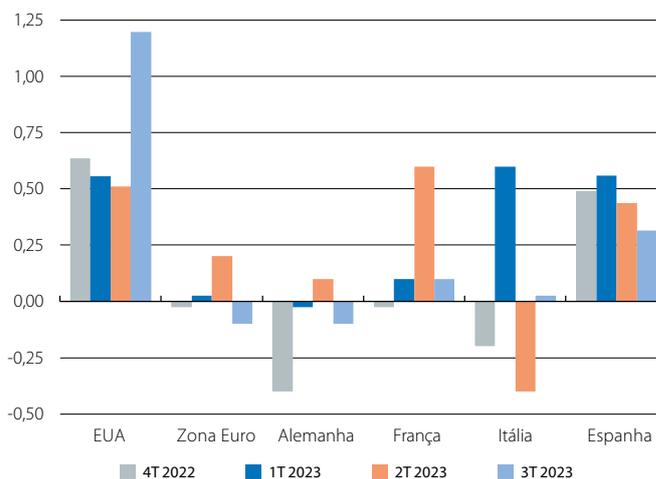
Varição anual (%)

	2022	Projeções		Var. relativamente ao WEO de julho	
		2023	2024	2023	2024
Economia mundial	3,5	3,0	2,9	0,0	-0,1
Economias avançadas	2,6	1,5	1,4	0,0	0,0
EUA	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5
Zona Euro	3,3	0,7	1,2	-0,2	-0,3
Japão	1,0	2,0	1,0	0,6	0,0
Reino Unido	4,1	0,5	0,6	0,1	-0,4
Economias emergentes e em desenvolvimento	4,1	4,0	4,0	0,0	-0,1
China	3,0	5,0	4,2	-0,2	-0,3
Índia	7,2	6,3	6,3	0,2	0,0

Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO, outubro de 2023).

Economias avançadas: PIB

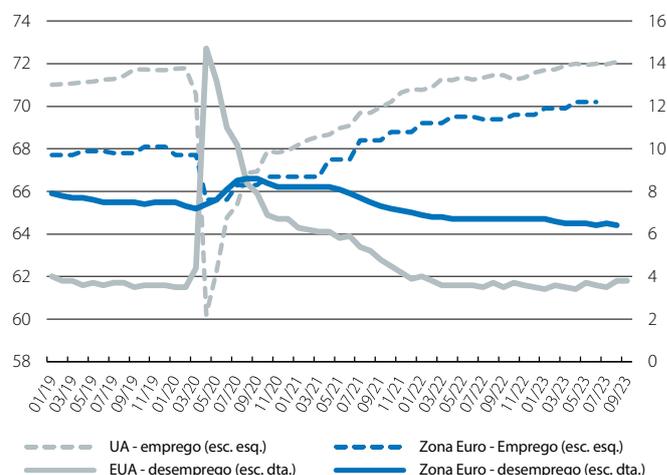
Varição em termos trimestrais (%)



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

Economias avançadas: emprego e desemprego

(% da população total entre 15 e 64 anos) (% de população ativa)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e da Comissão Europeia.

os últimos números a reforçarem a perspetiva de que esta permaneça abaixo dos 3% nos próximos meses. A inflação global na Zona Euro, em particular, diminuiu acentuadamente em outubro para 2,9% em termos homólogos (-1,4 p.p.), enquanto a inflação subjacente caiu para 4,2% (-0,3 p.p.). No conjunto da região, não se registavam níveis tão baixos desde o verão de 2021 (inflação global) e o verão de 2022 (inflação subjacente). A descida em outubro refletiu um forte efeito de base dos preços da energia (que contraíram 11,1% em termos homólogos, desfazendo a tensão energética registada no outono de 2022), mas é de salientar que todas as outras componentes também registaram uma desaceleração sustentada, destacando-se os bens industriais (-0,6 p.p.) e os serviços (-0,1 p.p.). Para além disso, as estimativas do IHPC corrigido de sazonalidade publicadas pelo BCE indicam que a inflação mensal anualizada foi de -0,1% (global) e 1,2% (subjacente) em outubro, enquanto o *momentum*, da inflação se situou em 4,5% (global) e 3,2% (subjacente).

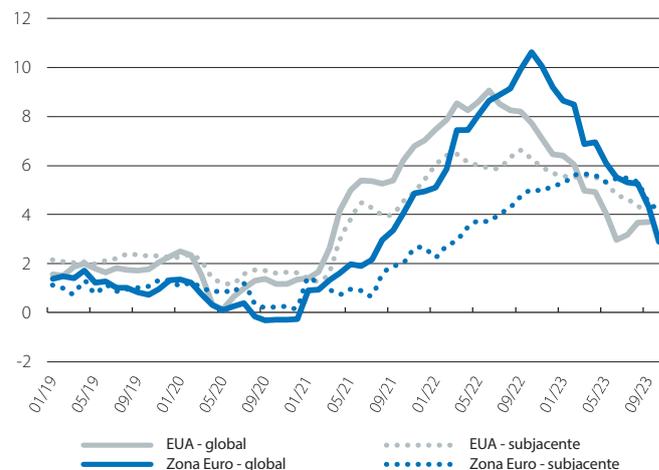
O encerramento de 2023 enfrenta uma velocidade desigual.

Os primeiros indicadores de confiança disponíveis para o 4T na Zona Euro apontam para a continuação de uma atividade pouco dinâmica: em outubro, o PMI permaneceu numa zona contracionista, tanto na indústria (43,1 pontos) como nos serviços (47,8, e no seu valor mais baixo desde o início de 2021), numa fraqueza que foi praticamente generalizada entre países (o PMI composto permaneceu numa zona contracionista na Alemanha, França e Itália). Em contrapartida, nos EUA, o PMI composto de outubro manteve-se numa zona ligeiramente expansionista (50,7) e melhorou moderadamente tanto na indústria transformadora (50,0 vs. 49,8 em setembro), bem como nos serviços (50,6 vs. 50,1). O mercado de trabalho norte-americano também criou 150.000 postos de trabalho em outubro, um número positivo mas abaixo do ritmo médio anterior à pandemia, e a taxa de desemprego subiu ligeiramente para 3,9%.

A economia da China respira um pouco de ar fresco num ambiente difícil. Não obstante a atividade económica da China continuar a ser afetada por uma crise no sector imobiliário que parece dever continuar, o PIB conseguiu crescer uns notáveis 1,3% em termos trimestrais no 3.º trimestre de 2023, após 0,5% no 2.º trimestre (revisto em baixa em 0,3 p. p.). Em termos homólogos, o crescimento desacelerou para 4,9% (vs. 6,3% no 2.º trimestre), o que reflete o desvanecimento dos efeitos de base que estavam presentes no trimestre anterior, em consequência dos confinamentos no país no 2.º trimestre de 2022. Pela positiva, os indicadores de atividade revelaram um trimestre «de menos a mais», com as vendas a retalho (5,5% em setembro vs. 4,6% em agosto), o que aponta para uma recuperação do consumo privado. O investimento, por outro lado, intensificou a sua desaceleração (+3,1% em termos anuais até à data vs. 3,8% até ao segundo trimestre), afetado pela persistente fraqueza do sector imobiliário. Relativamente aos primeiros dados disponíveis para o quarto trimestre, os PMIs do Caixin continuam a mostrar uma economia que luta para conseguir uma recuperação sustentada após a pandemia, com um índice composto numa zona de estagnação em outubro (50 pontos), um ligeiro declínio na indústria transformadora (49,5) e alguma melhoria nos serviços (50,4).

Economias avançadas: IPC

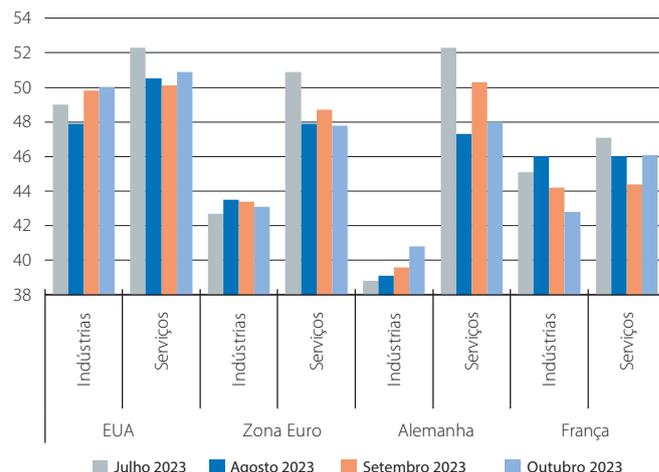
Varição homóloga (%)



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

Economias avançadas: PMI

Índice

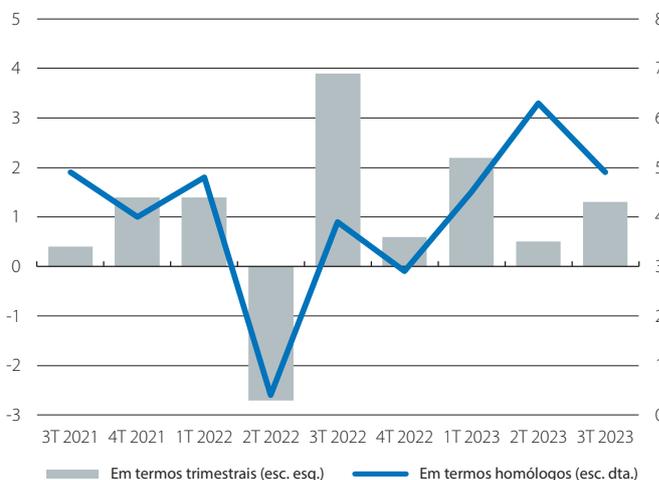


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

China: PIB

Variación (%)

Variación (%)



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

O que significa o *de-risking* para a UE?

Após décadas de rápida expansão do comércio mundial, em parte impulsionada pela integração da China na economia mundial, a última vaga de globalização tem vindo a perder força. São vários os fatores que explicam este abrandamento, incluindo o desvanecimento de certas vantagens comparativas, como o diferencial de custos salariais, à medida que se desenvolveram novos centros de produção globais, em especial na Ásia.¹ Para além destas macrotendências, na última década assistiu-se a um aumento das tensões geopolíticas e da incerteza relativamente às políticas comerciais. Tudo isto reavivou o debate em torno de conceitos como a segurança económica e conduziu a profundas alterações nas políticas económicas das principais potências comerciais do mundo.

Em 2015, as autoridades chinesas apresentaram o plano *Made in China 2025* com o objetivo de aumentar a produção do país em sectores estratégicos. Em 2022, foram aprovados nos EUA a *Inflation Reduction Act* e a *Chips and Science Act*, pacotes de estímulo económico para impulsionar a indústria norte-americana nas dimensões ecológica e digital. A nova «autonomia estratégica» materializou-se, na UE, desde a pandemia, no lançamento de programas de investimento em grande escala, como o Next Generation EU ou o RePowerEU.² Este regresso da política industrial ocorre ao mesmo tempo que se aumentam as barreiras ao comércio e aos fluxos de capitais e se reveem as leis de segurança nacional, as leis de propriedade intelectual e os mecanismos de controlo dos fluxos de investimento.

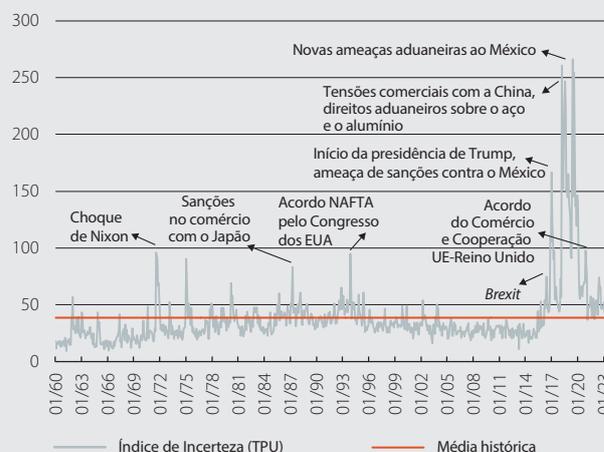
***De-risking, decoupling, fracturing, reshoring, nearshoring, friendshoring...* como compreender a nova era da globalização?**

Os múltiplos choques que sofremos nos últimos anos puseram em causa as interdependências entre as economias. Nas edições anteriores deste relatório, verificámos a importância das interdependências entre as economias europeia, asiática e norte-americana, sobretudo na indústria manufatureira e, em particular, em sectores como a eletrónica, a maquinaria, os transportes, os produtos químicos e os produtos farmacêuticos.³ Por um lado, a emergência da China como a «fábrica do mundo» no domínio da eletrónica transformou profundamente as cadeias de valor do setor, passando de uma posição de quase irrelevância em termos de produção para uma posição de

1. Ver Focus «Quo vadis, globalização? (I e II)» no IM10 /2023.
 2. Em cada uma destas regiões, estima-se que os programas ascendam a centenas de milhões de dólares. Ver Zenglein, M. J. e Holzmann, A. (2019), «Evolving Made in China 2025 – China’s industrial policy in the quest for global tech leadership», MERICS, Papers on China n.º 8, e Franco-German Council of Economic Experts (2023), «Joint Statement – The Inflation Reduction Act: How should the EU react?».
 3. Concluímos, por exemplo, que a «pegada eletrónica» da China nas maiores economias avançadas e emergentes era tão importante como a «pegada energética» da Rússia na UE.

Incerteza sobre a política comercial

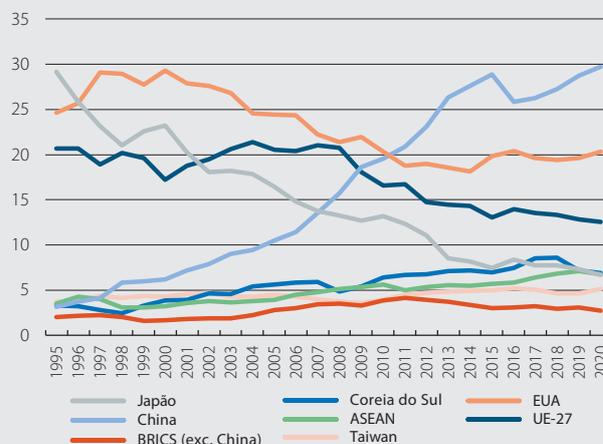
Índice



Notas: O Índice de Incerteza da Política Comercial (TPU) é construído a partir de pesquisas em arquivos de jornais eletrônicos e é calculado através da contagem da frequência mensal de artigos que discutem a incerteza da política comercial (como uma percentagem do número total de artigos). Últimos dados: 1 de outubro de 2023.
Fonte: BPI Research, com base em dados de Caldara, D. et al. (2020). «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty», *JME*, 109, 38-59 (descarregados de: <https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm>, de 17/10/2023).

Origem do valor acrescentado da procura global no sector da eletrónica

(% da procura global)



Fonte: BPI Research, com base na base de dados TIVA (Trade in Value Added) da OCDE.

domínio total das cadeias de valor (ver segundo gráfico). Em contrapartida, os EUA conseguiram reforçar a sua liderança tecnológica (ver o elevado valor acrescentado gerado pela sua indústria no terceiro gráfico), apesar da deslocalização de uma parte significativa da produção para a Ásia e, em particular, para a China.

Este sector é um bom exemplo da encruzilhada em que se encontra a UE num contexto de crescentes tensões comerciais, dependente, por um lado, da capacidade produtiva de um parceiro comercial como a China e, por outro, da força inovadora dos EUA.

Contudo, estas «dependências» correm em direções opostas e têm várias dimensões. Caso a análise das cadeias de valor globais seja feita de forma parcial (por exemplo, sem considerar as relações entre sectores), pode produzir uma visão distorcida das dependências de uma região. Da mesma forma, se não forem tidos em conta fatores como a concentração geográfica da produção, a escassez de certos produtos ou o nível de substituíbilidade entre fatores de produção.⁴

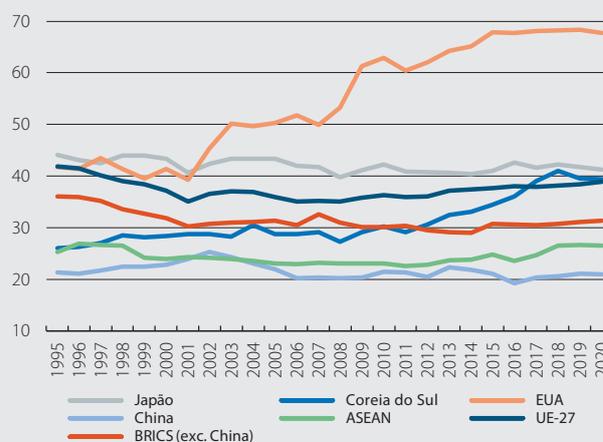
Assim, nos últimos meses, a UE propôs uma Estratégia Europeia de Segurança Económica centrada na minimização dos riscos decorrentes das dependências comerciais num contexto de aceleração das mudanças tecnológicas, e que visa também manter a abertura e promover o dinamismo da economia da UE. Esta nova abordagem levou ao aparecimento de uma nova gíria: O *de-risking* (ou minimização do risco) substituiu parcialmente uma discussão anterior, mais centrada no *decoupling* ou no *friendshoring* (a deslocalização da produção para países aliados). Neste contexto, a Comissão Europeia publicou recentemente uma recomendação⁵ que, entre 10 tecnologias críticas, identifica quatro domínios prioritários onde considera mais provável a ocorrência de riscos delicados e imediatos: as tecnologias de semicondutores avançados, as tecnologias de inteligência artificial, as tecnologias quânticas e as biotecnologias.⁶ Além disso, a recomendação preconiza que a avaliação dos riscos se baseie, entre outros fatores, numa análise aprofundada da cadeia de valor das tecnologias, bem como na identificação das «ameaças e dos agentes de ameaça» e dos fatores geopolíticos.

O *de-risking* da UE na dupla transição: procuram-se *chips*, terras raras, acordos de investimento e comércio

Tal como as interdependências existentes hoje em dia são o resultado de décadas de integração económica global e produziram inúmeros benefícios para todas as partes, a minimização dos riscos e das vulnerabilidades nas cadeias de valor não será uma tarefa a curto prazo e implicará custos. Nesta nova fase da globalização, talvez mais do que nunca, o diabo estará nos pormenores. Se a batalha pela liderança tecnológica (e os benefícios geopolíticos daí resultantes) se mantiver ativa, poderemos assistir a uma reformulação gradual das cadeias de valor globais. O caso

Intensidade tecnológica da cadeia de valor de cada país no sector da eletrónica

Valor acrescentado/produção bruta (%)



Fonte: BPI Research, com base na base de dados TIVA (Trade in Value Added) da OCDE.

da eletrónica ilustra bem os desafios e as prioridades da UE neste ambiente: a fim de minimizar os riscos associados às dependências externas, o bloco pretende continuar a incentivar o investimento em novas tecnologias através de estratégias e programas definidos a nível da UE, evitando, na medida do possível, uma escalada do protecionismo. Em contrapartida, os desafios da transição energética e digital sublinham a importância de garantir um acesso contínuo aos mercados e produtos com potencial para criar estrangulamentos em várias tecnologias ou sectores, como os *chips* ou as terras raras. Nos casos em que a distância em relação à fronteira tecnológica ou às fontes de extração não oferece maior margem de manobra, a intenção é fazer da diplomacia económica a melhor arma de *de-risking* num ambiente de crescentes tensões geopolíticas, procurando fóruns de diálogo multilateral e novos acordos comerciais que facilitem uma diversificação gradual e eficaz das cadeias de valor europeias.

4. Ver, neste domínio, BCE (2023), «The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment», International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy, n.º 311.

5. Ver o documento «Recomendação sobre domínios tecnológicos críticos», publicado pela Comissão Europeia em 3 de outubro de 2023.

6. Os outros seis domínios tecnológicos considerados críticos incluem: tecnologias avançadas de conectividade, navegação e digitais; tecnologias de deteção avançadas; tecnologias espaciais e de propulsão; tecnologias energéticas; robótica e sistemas autónomos, e materiais avançados, tecnologias de fabrico e reciclagem. O processo de seleção das tecnologias em que a avaliação dos riscos é considerada prioritária baseou-se em critérios como a natureza «facilitadora e transformadora» da tecnologia ou o risco de fusão civil-militar.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Atividade									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	2,9	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	7,5	5,9	3,3	2,2	3,9	4,0	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	108,7	104,3	102,6
Produção industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	0,1	0,1	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	47,6	49,0	46,7
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.269	1.358	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	307	304	303	302	302	316,5	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,8	3,9
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,4	60,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,0	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,7	3,7	...
Taxa de inflação núcleo	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,3	4,1	...

JAPÃO

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Atividade									
PIB real	2,2	1,0	0,4	2,0	1,6	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	36,2	35,2	35,7
Produção industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–4,4	–3,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–5,3	–2,7	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,1	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,3	4,3	...

CHINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	2,9	4,5	6,3	4,9	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	–0,8	–2,7	5,8	...	...	4,6	5,5	...
Produção industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,5	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	49,7	50,2	49,5
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	898	898	946	943	898	906,4	901,0	871,1
Exportações	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–9,5	–6,2	–7,9
Importações	30,0	0,8	–6,9	–7,0	–6,7	–8,6	–7,3	–6,2	3,0
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	0,1	0,0	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	7,3	7,3

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	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	5,4	1,0	-2,8	-2,7	-1,9	...	-2,2	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	9,9	2,2	2,0	0,4	-1,1	...	-5,0	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-16,0	-17,8	-17,9
Sentimento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,7	93,4	93,3
PMI indústrias	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,5	43,4	43,1
PMI serviços	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	47,9	48,7	47,8
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,5	...	1,6	1,6	1,3	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	6,5	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,3	7,3	7,3	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	7,9	7,9	7,6	7,4	7,3	7,4	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	6,1	3,5	1,8	1,2	0,5	0,1	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	3,3	1,9	0,8	-0,2	0,1	-0,4	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	6,8	2,6	0,8	1,0	1,1	0,7	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,0	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Inflação geral	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	5,2	4,3	2,9
Inflação núcleo	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	5,3	4,5	4,2

Setor externo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Balança corrente	3,1	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	...	1,5	...	...
Alemanha	7,7	4,2	4,2	4,4	5,1	...	7,7	...	...
França	0,4	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	...	-2,1	...	...
Itália	2,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,1	...	-0,5	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,9	91,9	93,3	94,6	95,9	96,2	95,5	95,1

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	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	7,9	5,7	3,9	1,0	0,7	0,2	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,1	1,0	0,8	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,0	5,0	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	2,9	3,7	4,3	4,7	4,7	4,7	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,8	6,3	1,4	-3,9	-8,0	-11,3	-12,0	-11,4	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	23,7	22,0	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	7,5	19,3	21,9	20,2	20,5	19,1	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	1,1	1,9	2,5	3,0	3,1	3,1	...

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

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

Atividade arrefece

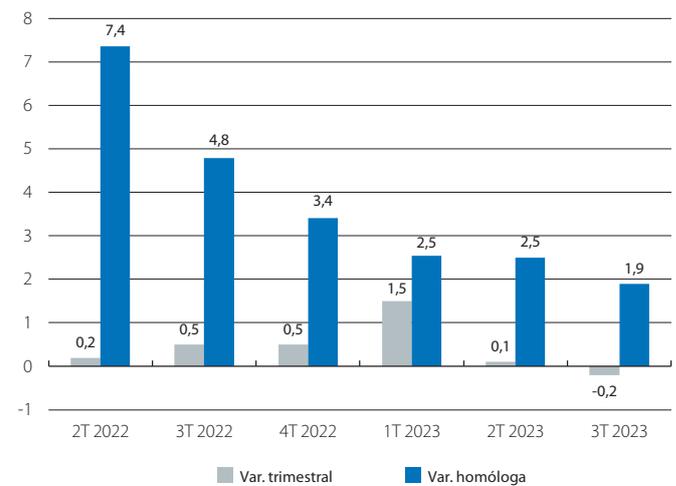
No 3T o PIB surpreendeu-nos, caindo 0,2% em cadeia. Não foi publicado o detalhe das componentes, mas o destaque do INE aponta para a materialização mais cedo do que o esperado de um dos principais riscos que a economia portuguesa enfrenta e que se relaciona com o enfraquecimento da atividade dos principais parceiros comerciais. Com efeito, o INE refere que esta queda resulta do contributo negativo da procura externa associada à redução das exportações tanto de bens como de serviços, incluindo os turísticos. Mas este comportamento deverá ter sido também influenciado pela paragem de produção e exportação da fábrica da Auto-Europa durante duas semanas do trimestre, com impacto temporário; e pelo comportamento dos deflatores, um fator que estará a criar algum ruído, dificultando a leitura da atividade em termos reais, e que, segundo o INE, diminuiram de forma mais acentuada no caso das importações do que das exportações. Com efeito, os indicadores disponíveis relativamente à atividade no trimestre não apontavam para esta contração. Para o 4T, a informação disponível é ainda muito parca, destacando-se o facto de o indicador diário de atividade do Banco de Portugal registar crescimento médio homólogo em outubro de 3,9%, que compara com 2,7% no 3T; e os indicadores de sentimento de outubro mostram que os agentes económicos estão menos confiantes. Embora os dados conhecidos até agora sugiram moderação do ritmo de expansão da atividade e coloquem significativos riscos desfavoráveis para o nosso cenário base de crescimento em 2023 (2,4%) e 2024 (1,8%), continuamos a atribuir uma maior probabilidade de que o crescimento se mantenha longe do que poderia ser catalogado como anémico. Para 2024, como se poderá ler no dossier sobre as perspetivas para o novo ano, os principais riscos prendem-se com a sustentação de custos de financiamento elevados e menor procura externa, que em parte serão contrabalançados pela resiliência do mercado de trabalho e receção de fundos europeus, que continuarão a dar suporte à atividade.

Desinflação em marcha. O índice de preços no consumidor surpreendeu em forte baixa em outubro, com a estimativa do INE a situar o IPC Global nos 2,1%, 1,5 p. p. abaixo do dado de setembro. O IPC subjacente também acompanhou a tendência moderando para 3,5% (4,1% em setembro). Sublinhe-se que é o primeiro registo de inflação abaixo dos 3% desde dezembro de 2021. Não excluimos que até final do ano possamos ter registos de inflação superiores a este, pois foi um registo potenciado por efeitos de base principalmente no índice energético, cujos preços mensalmente no período homólogo de 2022 subiram quase 7%. O efeito da política monetária começa finalmente a pesar mais na procura, juntamente com um previsível arrefecimento dos serviços no pós época de verão. De qualquer das formas, a nossa previsão de uma inflação média de 4,6% no conjunto de 2023 encontra-se balanceada.

Revisão para cima na previsão para o preço das casas. Como seria de esperar face à surpresa na força do dado do 2T 2023 do Índice de Preços da Habitação, revimos em alta a nossa previ-

PIB real

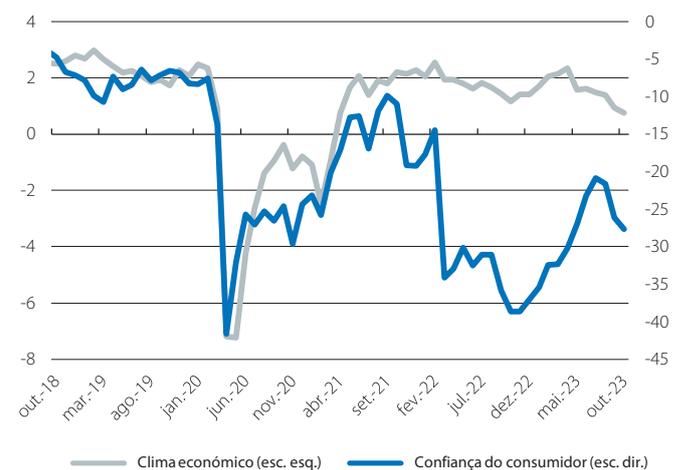
Taxa de variação (%)



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

Clima económico e confiança do consumidor

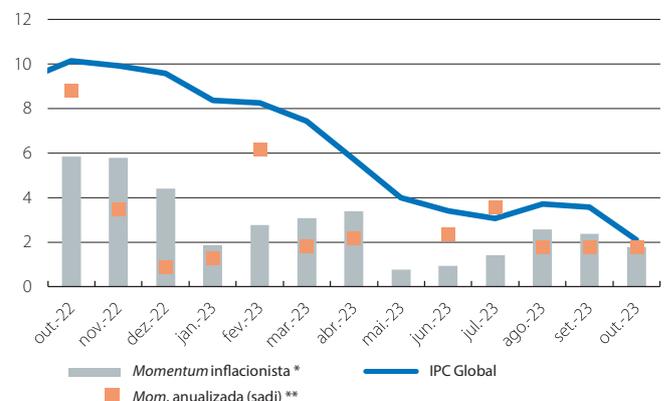
Var. homóloga (%); pontos



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

IPC Global: momentum inflacionista

(%)



Notas: * Refere-se à dinâmica, é a média móvel (3 meses) da variação mensal anualizada e ajustada de sazonalidade.

** É a taxa mensal de inflação anualizada e ajustada de sazonalidade. Reflete o montante que a inflação teria ao longo de um ano se tivesse continuado a crescer a uma determinada taxa.

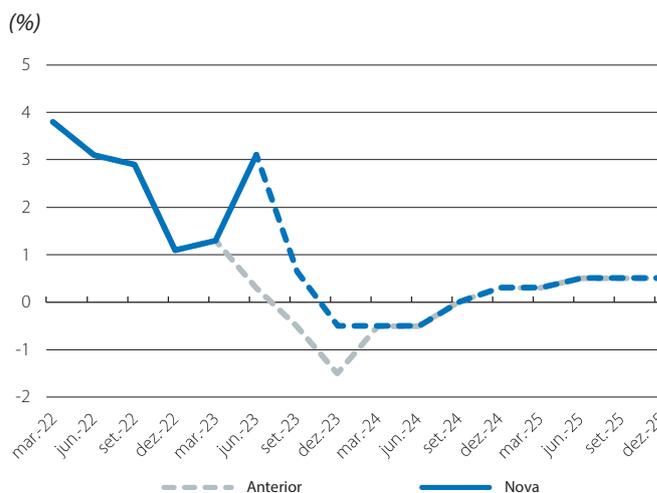
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

são. Assim, esperamos agora que o imobiliário residencial se valorize em média 7,1% em 2023, face aos anteriores 4,0%. Apesar da redução global do número de transações (-22,9% face ao trimestre homólogo de 2022), o mercado continua suportado em baixos níveis de desemprego, uma procura forte de não residentes e medidas orçamentais que pretendem acomodar os aumentos dos indexantes nos créditos à habitação, limitando assim o incumprimento e as vendas forçadas. De qualquer forma, o efeito do aperto monetário prolongado, por um lado; e as medidas governamentais que visam aumentar a oferta de imóveis no mercado, por outro; deverão contribuir para uma maior estabilização de preços a médio prazo.

Saldo consolidado da administração pública até setembro sugere excedente orçamental equivalente a 3,7% do PIB, uma melhoria de 8 décimas face ao período homólogo (ótica de caixa). Para esta evolução contribuiu o maior aumento da receita corrente (8,5%) do que da despesa (6,8%). O comportamento da receita refletirá a robustez do mercado de trabalho e o bom desempenho do consumo, na medida em que a receita fiscal – via IRS e IVA – e contributiva, observaram taxas de crescimento homólogas de 7,8% e 11,2%, respetivamente. A evolução de despesa deriva sobretudo dos comportamentos das despesas com pessoal, aquisição de bens e serviços e transferências, que registaram variações homólogas de 7,7%, 4,8% e 3,8%, respetivamente. O bom desempenho das contas públicas levou-nos a alterar as previsões para o saldo orçamental em 2023, para um excedente equivalente a 0,7% do PIB, o que permitirá a redução do rácio de dívida pública para 103% do PIB em 2023 (menos 3 décimas do que a anterior previsão). A tendência de melhoria mais acentuada do que o esperado anteriormente do rácio de dívida pública parece confirma-se com a queda deste indicador no 3T para 107,5% do PIB, menos 2,5 pontos percentuais do que no trimestre anterior.

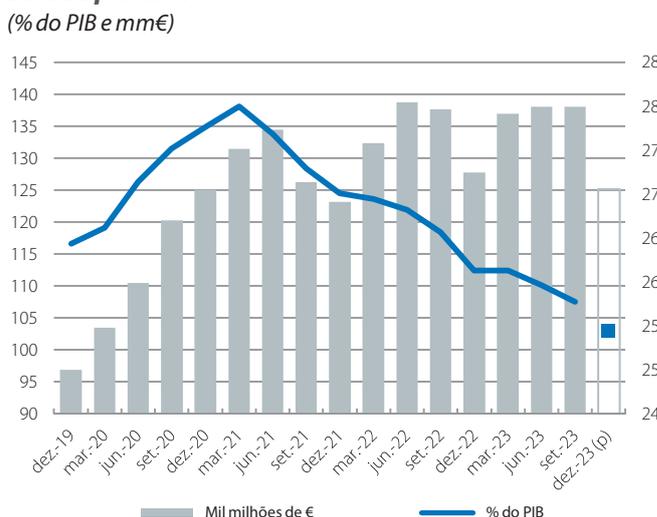
Crédito à habitação avança a bom ritmo e faz-se com taxa fixa. Em setembro, a carteira de crédito ao sector privado manteve-se estável face a agosto, mas as novas operações recuaram. Com efeito, excluindo renegociações, o valor contratado em setembro ascendeu a 1.369 milhões de euros, menos 199 milhões que no mês anterior (equivalente a uma quebra de 6,1%). Apesar disso, é importante salientar que esta quebra é explicada sobretudo pelos empréstimos a empresas (-15,9%) visto que a globalidade do crédito a particulares aumentou (+3,7%), excetuando-se o crédito ao consumo (-3,7%). De destacar o comportamento do Crédito à Habitação com o quinto mês consecutivo de novas operações acima de 1.000 milhões (1.106 milhões de euros, -7,8% homólogo), depois dos mínimos de dois anos registados em abril último (788 milhões de euros, -36% homólogo). A este respeito é de registar a mudança de paradigma que está em curso já há alguns meses, com as novas operações de crédito habitação em regime de taxa variável a representar em setembro apenas 39% do total (entre 2003 e final de 2022 aplicavam-se em média a quase 90% das novas operações).

Índice de Preços da Habitação: previsão trimestral



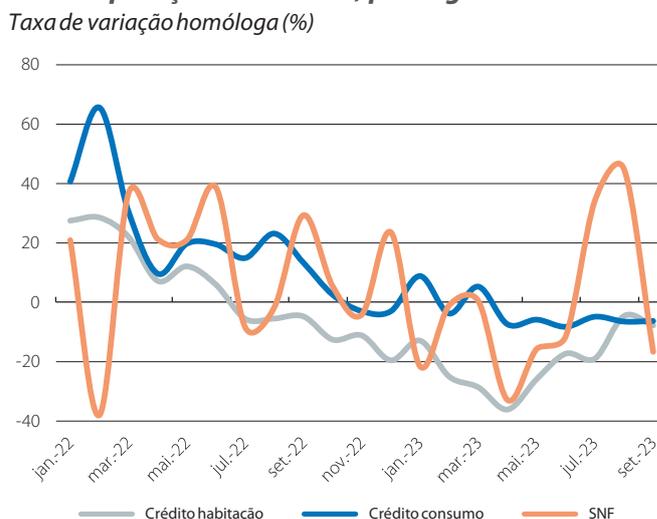
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Dívida pública



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

Novas operações de crédito, por segmento



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

Setor privado com dívida em mínimos de 18 anos

Durante a pandemia, o processo de desalavancagem da economia portuguesa foi interrompido, observando-se um agravamento do endividamento do setor não financeiro. Todavia, o rácio da dívida relativamente ao PIB manteve-se longe do máximo histórico (ver primeiro gráfico), e a correção iniciada, já em 2021, trouxe a dívida do setor não financeiro para 249% do PIB,¹ um nível não observado desde 2005. Face ao máximo observado durante o período pandémico, a correção foi de 76 pontos percentuais (p.p.), com melhorias em todos os setores, mas claramente influenciado pela diminuição do rácio da administração pública. No setor privado, a correção foi de 32 p.p., dos quais 20 p.p. no endividamento das empresas e 12 nos particulares. Este movimento coloca a economia portuguesa numa posição menos vulnerável ao ambiente de taxas de juro mais elevadas, que se deverá prolongar no médio prazo.

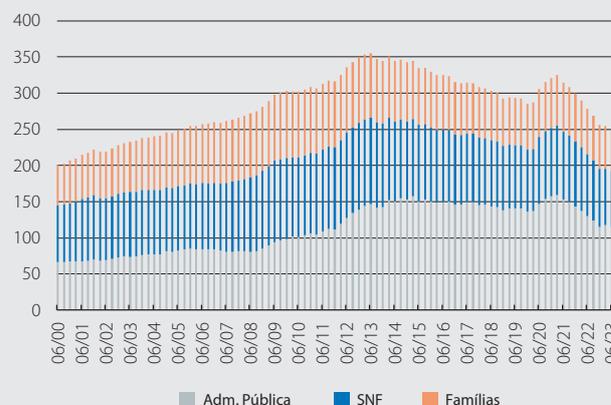
Face a 2022, a redução do rácio de dívida face ao PIB, resulta, essencialmente, do crescimento do PIB nominal, mas há comportamentos diferentes entre setores, com a dívida nominal a aumentar na administração pública e a diminuir nas empresas e nas famílias. Com efeito, no 1S 2023, a dívida total da economia portuguesa² ascendia a 633 mil milhões de euros, mais 12 mil milhões face a 2022, resultante do aumento de 14 mil milhões na dívida das administrações públicas; a redução da dívida do setor privado é considerável: menos 2,1 mil milhões de euros (-1,2 mm€ nas empresas e -0,9 mm€ nas famílias); mas as melhorias nos rácios de endividamento são ainda mais significativas: a administração pública terminou o 1S com um rácio de dívida equivalente 115,4% do PIB (115,2% no final de 2022).³ No setor privado, as empresas não financeiras foram o setor onde o rácio mais caiu - 76,2% vs 80,4%; entre as famílias a redução foi para 57,5% vs 60,7% em 2022. Conjuntamente, a dívida do setor privado ascende a 340 mil milhões de euros, equivalente a 134% do PIB, o nível mais baixo desde 2000, e já muito próximo do limite estabelecido para o endividamento do setor privado no âmbito do procedimento dos desequilíbrios macroeconómicos (133% do PIB), indicando que o processo de desalavancagem está em muito bom caminho.

1. A presente análise, tem como base as contas nacionais financeiras e, no caso do setor privado, considera apenas empréstimos e dívida titulada, em linha com a metodologia utilizada no âmbito do acompanhamento dos desequilíbrios macroeconómicos para o setor privado.

2. São excluídas da análise as entidades financeiras, de forma a evitar dupla contabilização.

3. Os valores apresentados têm por base as contas nacionais financeiras, um conceito mais abrangente face ao dos procedimentos dos défices excessivos, pois inclui instrumentos financeiros, como ações e outras participações, derivados financeiros e outros débitos/créditos, que são excluídos do cálculo da dívida na ótica de Maastricht. Nesta, o rácio de dívida pública no 1S é de 100,4% do PIB.

Dívida dos setores não financeiros* (% do PIB)

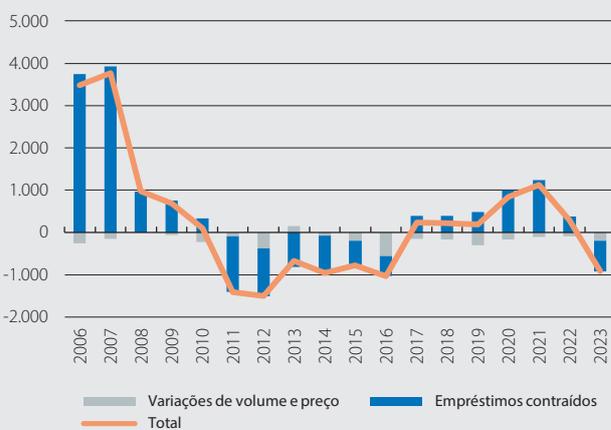


Nota: * No caso das famílias e empresa, é apenas considerada dívida titulada e empréstimos.
Fonte: BPI Research com base em dados do Banco de Portugal.

Parte significativa das poupanças das famílias direcionadas para redução de dívida

No 1S, as famílias reduziram a dívida em 920 milhões de euros, equivalente a 62% do que estimamos⁴ que estas tenham utilizado, durante a primeira metade, do ano do que ainda lhes sobra das poupanças acumuladas durante a pandemia. Num período em que o aumento das taxas de juro se começou a fazer sentir mais plenamente, é natural que as famílias tenham utilizado parte significativa das suas poupanças para o reembolso de empréstimos. Este movimento está em linha com o observado com a redução do stock de crédito a particulares, nomea-

Dívida das famílias (Variação milhões de euros)



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

4. Estimamos que no 1S, as famílias tenham reduzido as poupanças acumuladas em cerca de 1.400 milhões de euros.

damente do crédito à habitação (redução de 974 milhões de euros no 1S) e do aumento do montante das amortizações de empréstimos à habitação (4.800 milhões no 1S). Estes movimentos resultaram na redução da dívida das famílias para 146,3 mil milhões de euros, equivalente a 57,5% do PIB.

No mesmo período, os ativos financeiros detidos pelas famílias aumentaram 7,6 mil milhões de euros, sobretudo por via de movimentos de valorização dos ativos detidos. O total dos movimentos de valorização ascendeu a 7,5 mil milhões de euros, dos quais 6,3 mil milhões resultado da valorização das aplicações nos mercados acionistas face ao final de 2022 e de 1,1 mil milhões de euros das aplicações em fundos de investimento. Por sua vez a aquisição líquida de ativos foi relativamente reduzida no 1S, quedando-se pelos 126 milhões de euros.

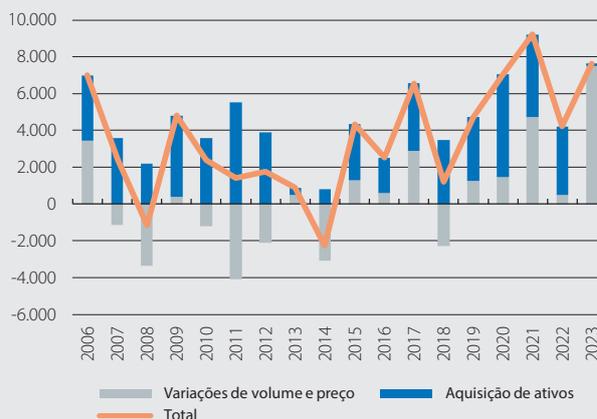
Estes movimentos traduziram-se no aumento da riqueza financeira das famílias para 489 mil milhões de euros, mantendo-se a respetiva estrutura relativamente estável face aos anos anteriores, incluindo o período pré-pandémico, e com pendor predominantemente conservador. Os depósitos constituem quase metade da riqueza das famílias e as aplicações em ativos com risco mais elevado, mas que também proporcionam rentabilidades mais elevadas, representam pouco mais de 30% desta riqueza. A restante riqueza distribui-se, maioritariamente, por aplicações em seguros e fundos de pensões e, menos significativamente noutro tipo de instrumentos financeiros.

Empresas reduzem endividamento para níveis do início do século

O valor nominal da dívida das empresas, representado por empréstimos contraídos e dívida titulada emitida, tem vindo a diminuir desde o 1T 2022, situando-se em 194 mil milhões de euros no 1S 2023, menos 1,2 mil milhões do que no final de 2022, por redução dos empréstimos contraídos em -2 mil milhões; a dívida sob a forma de dívida titulada aumentou 0,8 mil milhões, dos quais 0,65 mil milhões relativos a emissão de nova dívida e 0,18 mil milhões relativos a movimento de valorização da dívida emitida. Esta evolução traduziu-se na melhoria do rácio de endividamento para 76,2%, menos 4 pontos percentuais do que em 2022, e longe do pico observado durante a pandemia (96,1% do PIB no 1T 2023).

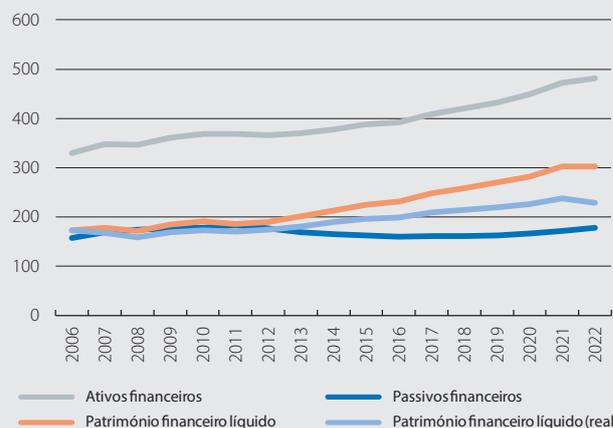
Na dívida das empresas, destacam-se alterações na sua composição, observando um maior recurso à emissão de obrigações de longo prazo. O stock de dívida titulada no 1S era de 35,8 mil milhões de euros, dos quais 26,6 mil milhões são emissões de longo prazo; representando 18,5% do total da dívida, mais 4 pontos percentuais do que entre 2015 e 2019.

Ativos das famílias (Variação milhões de euros)



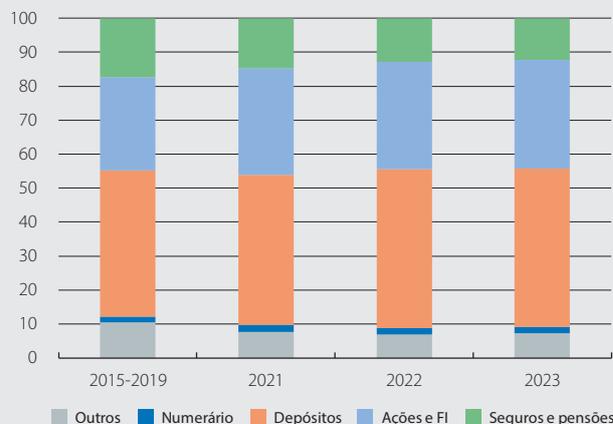
Fonte: BPI Research com base em dados do Banco de Portugal.

Balança financeira das famílias (Mil milhões de euros)



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

Distribuição da riqueza das famílias (% do total)



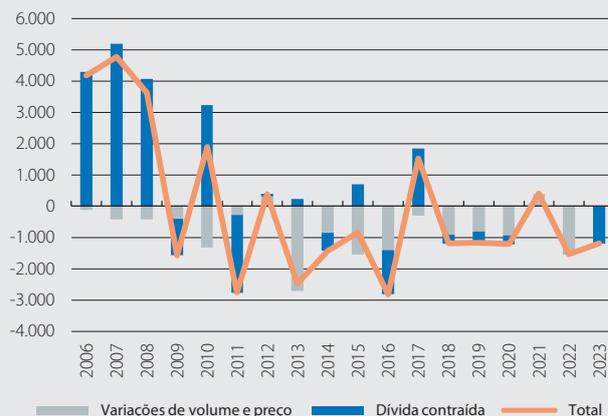
Fonte: BPI Research com base em dados do Banco de Portugal.

A riqueza das empresas não financeiras aumentou 1.232 milhões de euros no 15 face ao final de 2022, colocando os seus ativos totais em 245 mil milhões de euros. Esta variação resulta essencialmente do aumento dos créditos comerciais. A riqueza aplicada em depósitos diminuiu 3 mil milhões de euros e aquela sob a forma de empréstimos aumentou 2,5 mil milhões. Em termos de estrutura, a principal alteração face aos cinco anos anteriores à pandemia, foi no incremento do peso dos depósitos e numerário, que passou a representar quase 30% dos ativos, mais 9 p. p. do que no período pré-pandemia, compensado por pequenas reduções dos pesos dos créditos, empréstimos e ações na riqueza das empresas. A riqueza das empresas representa 101,4% do PIB de linha com a média observada nos cinco anos anteriores à pandemia.

Teresa Gil Pinheiro

Dívida das empresas não financeiras

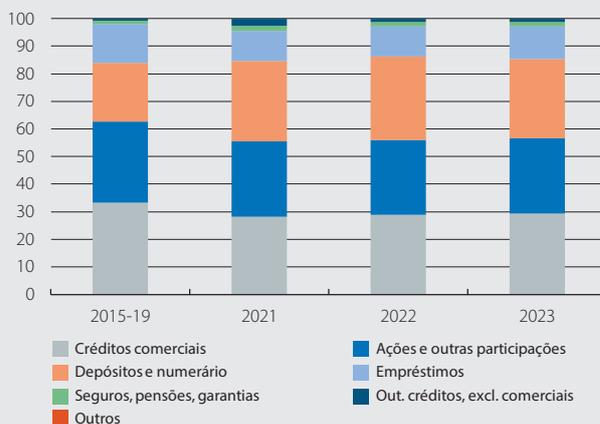
(Variação milhões de euros)



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

Distribuição da riqueza das ENF

(% do total)



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

Os excedentes orçamentais voltaram

Quase a fechar o ano de 2023, chega-nos mais uma Proposta de Orçamento de Estado e, pelo quinto ano consecutivo, uma coisa parece certa: o ambiente macroeconómico, financeiro e geopolítico arrasta consigo uma elevada dose de incerteza e de riscos relevantes.

Neste contexto, é de salientar o cenário macroeconómico subjacente à Proposta de Orçamento de Estado para 2024 (POGE 2024) globalmente equilibrado e prudente e em linha com as previsões mais recentes de outras instituições (tal como é visível na primeira tabela). Os riscos para 2024 são expressivos: redução da procura externa, taxas de juro ainda elevadas, eventual pressão adicional nos preços da energia (com o novo foco de incerteza a dirigir-se para o petróleo, com os recentes conflitos geopolíticos e consequentes decisões quanto às políticas de cortes de produção) e incerteza quanto à evolução dos conflitos armados e consequências no tabuleiro geopolítico.

2023 marcará o regresso aos excedentes orçamentais

O ponto de partida para 2024 é agora mais favorável do que se esperava em abril, aquando a publicação do Programa de Estabilidade 2023-2027. Assim, o saldo orçamental em 2023 deverá registar um excedente equivalente a 0,8% do PIB (face ao défice de 0,4% esperado em abril), um comportamento muito mais positivo e explicado pela arrecadação de receita fiscal e contributiva (em +1,0 p. p., ou seja, +2.600 milhões de euros) e revisão em baixa da despesa num montante semelhante (-2.400 milhões de euros, cerca de 0,9% do PIB).

No que diz respeito à receita fiscal e contributiva, estimamos que a revisão em alta face ao esperado em abril deverá ser explicada em mais de 60% pelo crescimento dos preços, ou seja, explicado pela revisão em alta para a inflação e remunerações. O restante será justificado por outros

fatores, como, por exemplo, o melhor comportamento esperado do emprego.

Relativamente à despesa, a revisão em baixa é explicada, principalmente, pela menor execução do investimento público (cerca de -930 milhões de euros, 0,4% do PIB), consumo intermédio (-830 milhões de euros, -0,3% do PIB) e subsídios (-730 milhões de euros, 0,3% do PIB), contrabalançada por uma execução maior do que o esperado das prestações sociais (+805 milhões de euros, 0,3% PIB).

Contexto incerto não impede equilíbrio das contas públicas em 2024

Com um cenário macroeconómico globalmente prudente e conservador, o Executivo projeta contas praticamente equilibradas em 2024 (ligeiro excedente de 0,2% do PIB), com a receita a crescer de forma menos acentuada do que a despesa.

Assim, o crescimento da receita deverá ser principalmente por via da receita fiscal e contributiva, refletido no aumento da carga fiscal em 2024 em 0,2 p. p., para 37,4%. Para além do efeito positivo decorrente do crescimento da economia, aumento do emprego e dos salários e de uma inflação ainda elevada, a evolução positiva da receita fiscal e contributiva é ainda explicada por outras alterações, nomeadamente o fim da medida IVA Zero, descongelamento das medidas implementadas no âmbito do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (como a suspensão da taxa de carbono) e modificações ao nível do Imposto Único de Circulação.

Neste contexto, as medidas de política orçamental implementadas do lado dos impostos indiretos terão um impacto positivo de cerca de 1.300 milhões de euros, minimizando as medidas implementadas no âmbito do IRS, cujo

Cenário macroeconómico para Portugal

Ano Instituição Data publicação	2022	2023				2024			
		BdP Out. 23	FMI Out. 23	Min. Fin. Out. 23	BPI Set. 23	BdP Out. 23	FMI Out. 23	Min. Fin. Out. 23	BPI Set. 23
PIB real (var. anual, %)	6,8	2,1	2,3	2,2	2,4	1,5	1,5	1,5	1,8
Consumo Privado	5,6	1	-	1,1	1,1	1,3	-	1,1	0,8
Consumo Público	1,4	1,2	-	2	1,1	1,2	-	2,3	1,2
Investimento	3	1,5	-	1,3	1,3	5	-	4,1	5
Exportações	17,4	4,1	8	4,3	5,5	2,1	2,8	2,5	2,4
Importações	11,1	1,3	5,2	1,8	1,5	3,4	3,9	3,2	2,4
IHPC *	8,1	5,4	5,3	4,6	4,6	3,6	3,4	2,9	2,4
Taxa desemprego (%)	6	6,5	6,6	6,7	6,6	6,7	6,5	6,7	6,5
Emprego (var. anual, %)	1,5	0,8	0,7	1,1	1,1	0,2	0,6	0,4	0,4
Balança corrente (% PIB)	-1,3	-	1,3	1,4	1,2	-	1,1	0,1	1,2

Nota: * IPC no caso do Ministério das Finanças e BPI.

Fonte: BPI Research, com base na Proposta de OGE 2024, Boletim Económico do BdP (outubro 2023) e World Economic Outlook do FMI (outubro 2023).

Principais rubricas das contas públicas

(% PIB)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Variação 2024-2019		Variação 2024-2023	
							% PIB	TVH %	Contributos	
Receita corrente	42,2	42,9	43,4	43,2	42,4	43,0	0,8	5,9	5,7	
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,3	37,3	37,8	37,2	37,4	0,8	4,9	4,2	
Receita capital	0,4	0,5	1,2	0,6	1,1	1,8	1,4	71,2	1,8	
Receita total	42,6	43,4	44,6	43,8	43,5	44,8	2,2	7,5	-	
Consumo intermédio	5,1	5,5	5,6	5,5	5,5	5,6	0,5	7,4	1,0	
Despesas com pessoal	10,8	11,9	11,6	10,7	10,5	10,6	-0,2	5,5	1,4	
Prestações sociais	18,1	20,0	19,3	18,5	17,7	18,1	0,0	6,6	2,8	
Juros	3,0	2,9	2,4	1,9	2,1	2,3	-0,7	10,6	0,5	
Investimento	1,8	2,4	2,6	2,4	2,8	3,3	1,5	24,2	1,6	
Despesa total	42,5	49,2	47,5	44,1	42,6	44,5	2,1	9,0	-	
Despesa Corrente Primária	36,7	41,9	41,2	38,4	36,8	37,8	1,1	7,1	6,1	
Saldo Global	0,1	-5,8	-2,9	-0,3	0,8	0,2	0,1	-	-	
Saldo primário	3,1	-2,9	-0,5	1,6	3,0	2,5	-0,6	-	-	
Dívida Pública	116,6	134,9	124,5	112,4	103,0	98,9	-17,7	-	-	

Fonte: BPI Research, com base nos dados da Proposta de Orçamento de Estado 2024 e INE.

impacto será negativo em cerca de 1.680 milhões de euros. Neste caso, destacam-se duas: a reforma do IRS (que implica a atualização de escalões e redução de taxas para os primeiros cinco escalões) e o IRS jovem (que inclui redução do IRS para os primeiros cinco anos de trabalho). Ainda assim, importa ter presente que a atualização dos escalões em 3% até ao 5º escalão (em linha com a inflação esperada) pode não ter um efeito tão favorável, caso os aumentos salariais sejam na ordem dos 5%, em linha com a evolução implícita no acordo de rendimentos celebrado entre o Governo e os parceiros sociais. Assim, o peso dos impostos diretos sobre o PIB irá reduzir 0,4 p. p. para 10,1% em 2024, mas o rácio aumentará 0,6 p. p. para os impostos indiretos (para 15%).

No entanto, é possível que a previsão para a receita fiscal e contributiva esteja sobrestimada. De facto, se olharmos para a relação histórica desta rubrica com o PIB, concluímos que a mesma deveria crescer em torno de 4,0%-4,3%, em vez dos 4,9% previstos, o que implica que a receita fiscal e contributiva possa estar sobrestimada em 580-880 milhões de euros (0,2%-0,3% do PIB). Mantendo-se tudo o resto constante (ou seja, assumindo que as restantes receitas e despesas são as previstas pelo Governo), isto implicaria que o saldo orçamental em 2024 seria nulo ou ligeiramente negativo.

Por sua vez, as principais medidas de política orçamental do lado da despesa contribuem para o agravamento desta rubrica em mais de 5.100 milhões de euros (ou seja, 1,9% do PIB). Assim, a despesa deverá aumentar 9,0% em 2024, realçando-se o agravamento da despesa corrente primária em percentagem do PIB, em cerca de 1 p. p., quer face a 2023, quer face a 2019 (pré-pandemia), para 37,8%. Este

agravamento é especialmente preocupante, porque é a medida de despesa rígida (exclui as despesas de capital e, portanto, o investimento público, e exclui também os juros pagos da dívida pública, que o Estado não controla), ou seja, é a despesa mais difícil de reverter caso um choque negativo se materialize.

Olhando com mais atenção para as várias rubricas de despesa, o aumento de 1.540 milhões de euros das despesas com pessoal é explicado, em cerca de 46%, pela valorização salarial dos salários dos funcionários públicos (aumento de 52,11 euros/mês, com um mínimo de 3%). Do lado das prestações sociais, mais de 70% do aumento de 3.110 milhões de euros é explicado pela atualização das pensões, cujo encargo aumentará pelo efeito composição (ou seja, aumento da pensão média das novas entradas face às saídas e saldo líquido positivo do número de pensionistas) e efeito valor (por via da atualização das pensões de acordo com a fórmula de cálculo prevista na lei, que gera aumentos que deverão rondar os 6%). Adicionalmente, o Executivo antecipa um aumento de mais de 24% do investimento público, colocando-o em 3,3% do PIB e suportado pelos investimentos no âmbito dos fundos europeus, mas não deixa de ser importante mencionar a fraca execução do mesmo nos últimos anos. De facto, olhando para 2023, o que o Executivo espera que seja executado representa 86% do que estava planeado inicialmente no OGE 2023 (ou seja, serão executados menos 1.200 milhões de euros de investimento público, 0,5% do PIB, face ao OGE 2023). De referir que a intenção de reforço do investimento público em 2024 afigura-se, desta vez, mais credível, atendendo à esperada aceleração da execução dos fundos comunitários, com destaque para o PRR, em linha com a

curva histórica de execução temporal deste tipo de instrumento.

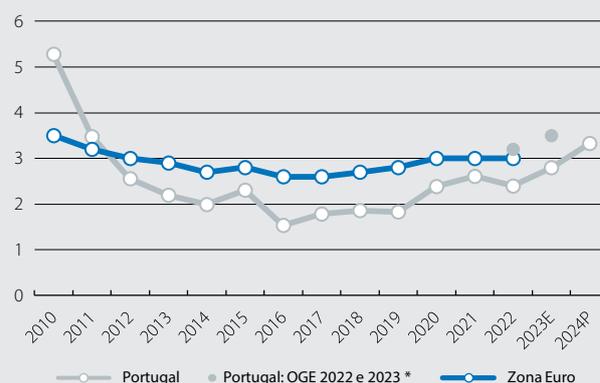
Por último, o Ministério das Finanças aponta para um agravamento dos encargos com juros pelo segundo ano consecutivo, passando de 2,1% do PIB em 2023 para 2,3% em 2024, ainda assim, abaixo do verificado em 2019 (3,0%). Esta estimativa parece ajustada face ao contexto, e, mesmo num cenário mais extremo, em que as taxas de juro das OTs a 10 anos atingissem os 7% (níveis registados no início de 2011 e que parecem altamente improváveis neste momento), o encargo com juros seria cerca de 3% do PIB, ainda assim, níveis próximos aos registados em 2019. Assim, e assumindo, de forma muito simplista, que mais nenhuma rubrica se alteraria, o saldo orçamental atingiria um défice em torno dos 0,7% do PIB.

Neste contexto, assumindo os pressupostos da POGE 24, o rácio de dívida pública deverá voltar a níveis inferiores a 100% do PIB em 2024, o que não acontecia desde 2010. Esta redução é suportada, em larga medida, pelo andamento da economia, seguindo-se o efeito positivo de um saldo primário excedentário. Esta perspetiva de descida continuada dos níveis de endividamento público é particularmente relevante, dado que Portugal continua no grupo dos países com maior rácio de dívida a nível mundial. Esta postura do Governo, apostando na consolidação continuada e fazendo projeções cautelosas, deverá contribuir para sustentar o prémio de risco abaixo dos restantes periféricos e deverá reforçar também a tendência de melhoria do rating da República.

Em conclusão, a concretizarem-se, as projeções para o saldo orçamental e dívida pública refletem um cenário bastante favorável, dado que projetam contas praticamente equilibradas em 2024 e descida do rácio da dívida pública para níveis inferiores a 100% do PIB. Ainda assim, consideramos que existem alguns riscos de execução do OGE 2024, embora as suas consequências pareçam, à data, mitigadas pela existência de folga (quer pelo saldo de partida em 2023, quer pela possibilidade de não executar a totalidade do investimento público em 2024, tal como tem acontecido). Para além da questão da sobrestimação da receita fiscal e contributiva, e do agravamento da despesa rígida, os riscos associados ao contexto económico, financeiro e geopolítico merecem especial atenção.

Vânia Patrícia Duarte

Investimento público em Portugal e Zona Euro (% PIB)



Nota: * Previsão do investimento inscrita no OGE 2022 e OGE 2023.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, OGE e Eurostat.

Setor Agroalimentar: semear o futuro entre seca e custos elevados

O desempenho recente do setor agroalimentar foi influenciado por condições meteorológicas e custos de produção excepcionais, o que contribuiu para quebras na produção. Pretendemos neste artigo fazer uma retrospectiva e perspetivar o que será o ano agrícola de 2023.

2022: seca e quebras de produção

O ano agrícola 2021/22 (entre 1 de novembro de 2021 e 31 de outubro de 2022) foi o mais quente desde 1931, tendo sido também o terceiro menos chuvoso. Isto fez-se sentir de forma mais vincada na produção de origem vegetal, com quebras significativas da produção na Península Ibérica (-13,6% em Espanha e -8,2% em Portugal). Detalhando, em Portugal registaram-se quebras em volume de -13%, -15% e -17%, respetivamente, nos cereais, no vinho e nas batatas.¹ As altas temperaturas causaram quebra de produtividade e, no caso do vinho, também a falta de humidade em fases vegetativas decisivas da vinha. Na produção animal² a diminuição não foi tão marcada, também porque no caso dos bovinos houve acréscimo de abate de vacas e novilhos devido ao aumento de custos de produção e escassez de pastagens tendo os produtores aproveitado o aumento dos preços para vender, reduzindo efetivos e despesa fixa. Alguns produtos agrícolas em específico constituíram exceções: a laranja (melhor campanha de sempre e 4% acima da produção de 2021) e a amêndoa (foi a campanha mais produtiva de sempre com a entrada em produção de novos amendoais no Alentejo que compensaram a diminuição da produção em Trás-os-Montes devido à seca e geadas tardias).

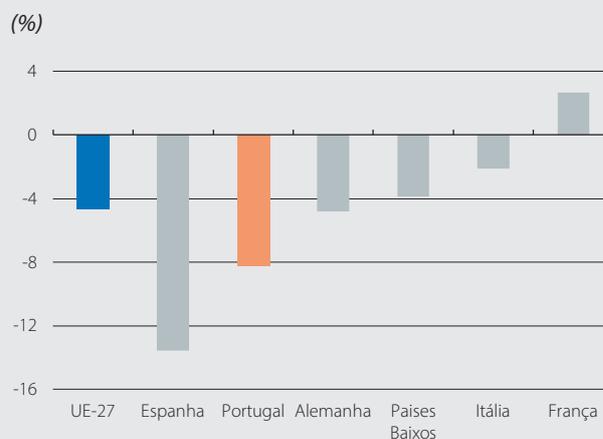
Outra condicionante à atividade foi o aumento dos custos de produção, ou seja, dos bens e serviços de consumo corrente na atividade agrícola, que em média aumentaram 30%.³ Resumindo, em 2022 a produção agrícola a preços correntes aumentou 12% para 10.763 milhões de euros, mas os consumos intermédios aumentaram 24%, resultando num VAB e Excedente Líquido de exploração inferiores a 2021 em 9% e 17%, respetivamente.

1. Outras produções com redução de volume, mas menos acentuada, foram os produtos vegetais e hortícolas (-4,2%), as frutas (-6,6%) e o azeite (-9,1%).

2. Em Portugal, a produção animal reduziu-se -0,8%, o que compara com -1,9% na UE a 27 e com -1,4% em Espanha.

3. O incremento do índice de preços nos meios de produção na agricultura foi de 30% em 2022, mas com grande disparidade por categorias: Adubos (+89,9%), Energia e Lubrificantes (+40,2%), Alimentos para animais (35,2%), Sementes e plantas (+8,5%).

Produção vegetal: variação da produção em 2022



Fonte: BPI Research a partir de dados do Eurostat. Nota: variação a preços constantes.

Perspetivas para ano agrícola de 2023

Com os dados que dispomos, os fatores que limitaram a capacidade produtiva e a rentabilidade do setor evidenciam algum alívio face ao observado no ano precedente.

Com efeito, no que diz respeito aos custos de produção, as perspetivas são mais favoráveis graças a uma descida significativa dos preços das matérias-primas agrícolas e dos preços da energia nos mercados internacionais em relação aos níveis recorde registados no ano passado como podemos ver no segundo gráfico. É preciso notar que os fertilizantes, apesar da descida, ainda custam praticamente o dobro do que custavam em 2019; algo que não será alheio ao facto da Rússia ser o maior produtor mundial destes produtos. Contudo, os preços nos mercados internacionais não têm sempre transferência e sincronização direta com os preços pagos pelos agricultores portugueses na aquisição dos seus meios de produção. Se olharmos para estes dados (Índice de preços dos meios de produção na agricultura) vemos que em junho deste ano, os agricultores adquiriam mais baratos face ao período homólogo energia e lubrificantes (-24,9%) e adubos (-30,8%), mas os alimentos para animais ainda foram comprados a um preço mais elevado (+9,1%). Isto é especialmente importante na medida em que os alimentos para animais pesaram 50% nos Consumos Intermédios do setor em 2022 e torna mais difícil o abrandamento da inflação dos produtos alimentares animais no consumidor.

Na frente meteorológica a seca tem sido menos severa comparativamente aos registos do ano anterior. Em 2022 quase todo o território continental enfrentou seca severa

e extrema nos meses de fevereiro, maio, junho, julho e agosto; o que não se verificou com a mesma intensidade este ano (terceiro gráfico). Ao nível hidrológico houve grandes disparidades regionais: a precipitação acumulada a norte do Tejo é quase o dobro do ano hidrológico 2021/22 e 12% acima do valor médio histórico. Por sua vez, a sul do Tejo a precipitação total acumulada foi 36% acima do registado no ano hidrológico 2021/22, mas 19% abaixo do valor médio histórico. Como resultado disto, a percentagem de armazenamento nas principais barragens com aproveitamento para a agricultura foi superior a 2022 (quarto gráfico), consequentemente houve menor consurgimento para os trabalhos agrícolas.

O que podemos então esperar nas principais culturas? Face a 2022 a melhoria ao nível da produção/productivida-

Preços das matérias primas agrícolas nos mercados internacionais

Índice (100=2019)



Fonte: BPI Research a partir de dados do Banco Mundial (The Pink Sheet).

Produção e produtividade esperada em 2023

Culturas	Produtividade					Índices		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023 f	2023 f	2023 f
	kg/ha					(Média 2018/22 = 100)		
CEREAIS								
Milho de regadio	9.178	10.616	10.155	10.926	10.373	10.900	106	105
Milho de sequeiro	2.114	2.733	2.669	2.885	2.632	2.635	101	100
Arroz	5.479	5.601	5.119	5.992	5.707	6.000	108	105
CULTURAS INDUSTRIAIS								
Girassol	1.785	1.636	1.592	1.782	1.658	1.740	103	105
Tomate para indústria	84.783	97.625	94.233	99.946	84.135	88.500	100	110
FRUTOS								
Maçã	19.471	26.067	20.087	26.644	21.330	18.130	85	90
Pera	14.400	17.530	11.565	20.208	12.197	11.000	72	90
Kiwi	12.439	12.935	13.255	16.000	15.052	15.000	108	100
Amêndoa	443	655	604	710	723	835	133	115
FRUTOS								
Uva para vinho (hl/ha)	33	37	36	42	39	42	112	108

Culturas	Produtividade					Índices		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023 f	2023 f	2023 f
	1.000 t					(Média 2018/22 = 100)		
CEREAIS								
Trigo mole	56	63	70	55	47	28	53	60
Trigo duro	11	12	10	12	13	8	70	60
BATATA								
Batata de sequeiro	22	32	31	27	20	17	64	85
Batata de regadio	374	350	338	347	265	305	91	115
FRUTOS								
Pêssego	43	45	35	42	33	36	92	110
Cereja	17	22	9	24	25	11	62	45
Uva de mesa	17	18	18	19	15	17	96	110

Nota: «2023 f» refere-se ao valor previsto.

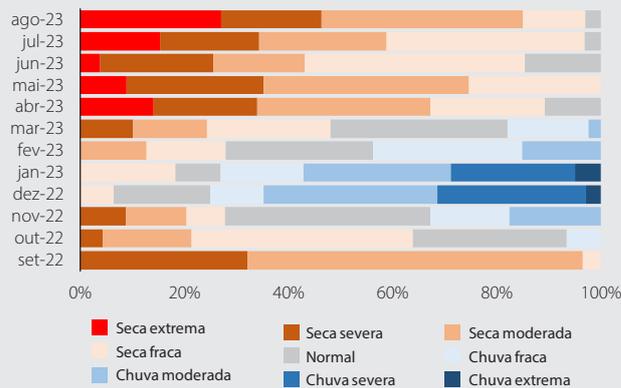
Fonte: BPI Research a partir de dados do INE (Previsões Agrícolas - Julho/Agosto 2023).

de é transversal à maioria das culturas, excetuando a maçã, a pera, a batata de sequeiro, a cereja e o trigo (ver último quadro). No caso das maçãs e das peras o cultivo foi prejudicado por golpes de calor na zona Oeste do país. Na batata de sequeiro o decréscimo da produção resulta dos reduzidos calibres originados pela falta de humidade. A cereja apresenta quebra face a 2022 de impressionantes 55%, influenciada também por condições climáticas adversas. No trigo (-40% de produção face a 2022), estamos perante a pior campanha de sempre em virtude do decréscimo quer de área quer de produtividade. Quando comparamos com o quinquénio 2018/22 além das culturas da maçã, da pera, da batata, da cereja, e do trigo também o pêssigo e a uva de mesa apresentam produção/produtividade inferior. Pela positiva cumpre destacar o aumento muito substancial de produtividade da amêndoa (+15% face a 2022 e mais 33% face à média do quinquénio 2018/22), explicado pela entrada de muitas produções do Alentejo em ritmo cruzeiro.

Resumindo: este ano agrícola deverá ser mais positivo por comparação a 2022 pela combinação de condições climáticas menos adversas e redução de custos. Contudo o recuo de custos de exploração não é generalizado a todos os *inputs*, que continuam em níveis muito acima do pré-pandemia, constituindo um desafio à rentabilidade do setor.

Tiago Belejo Correia

Índice PDSI (Palmer Drought Severity Index) (% do território)

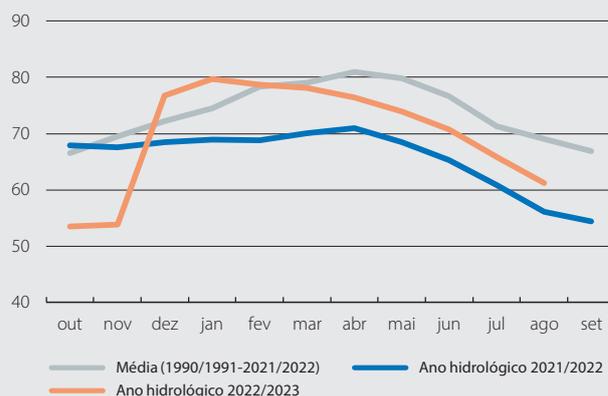


Fonte: BPI Research a partir de dados do IPMA.

Nota: Índice PDSI baseia-se no conceito do balanço da água tendo em conta dados da quantidade de precipitação, temperatura do ar e capacidade de água disponível no solo e permite detetar a ocorrência de períodos de seca classificando-os em termos de intensidade.

Armazenamento nas principais albufeiras com aproveitamento hidroagrícola

% do volume total



Fonte: BPI Research a partir de dados do INE e do Sistema Nacional de Informação de Recursos Hídricos.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Índice coincidente para a atividade	3,5	5,7	4,2	4,0	4,2	4,2	4,2	4,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	-0,3	1,0	-5,0	-4,3	-4,7	-5,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-6,3	-5,0	-5,6	-9,4	-9,6	-9,7	-10,2
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	6,2	13,6	8,8	-3,0	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	1,3	-16,0	-20,8	-22,9	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,6	13,8	13,6	12,9	9,1	8,1	8,8	7,8	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	24,8	30,5	24,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	6,3	2,8	-0,8
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	1,6	-0,4	1,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	3,9	1,8	2,2	2,9	3,1	3,1	3,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-37,0	-35,1	-29,4	-22,8	-21,9	-22,9	-25,1
Mercado de trabalho									
População empregada	2,8	2,0	0,5	0,5	1,6	...	1,4	1,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	6,0	6,5	7,2	6,1	...	6,2	6,5	...
PIB	5,7	6,8	3,4	2,5	2,6	1,9	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Inflação global	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,7	3,6	2,1
Inflação subjacente	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,5	4,1	3,5

Setor externo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	...	...	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,7	31,7	24,5	12,6	...	...	...	...
Saldo corrente	-1,6	-2,8	-2,8	-1,2	1,5	...	...	...	...
Bens e serviços	-5,5	-4,7	-4,7	-2,8	-0,3	...	...	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	...	...	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,1	-0,5	-0,5	1,5	4,5	...	...	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	6,4	0,5	-2,1	-2,6	-2,2	-2,6	...
À vista e poupança	16,3	7,3	7,3	-3,1	-9,0	-9,4	-10,5	-9,4	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	5,2	5,4	7,5	6,9	9,5	6,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	12,4	11,1	1,4	5,5	2,4	5,5	...
TOTAL	9,0	6,5	6,5	0,8	-2,0	-2,4	-2,0	-2,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	2,9	1,8	1,8	0,0	-1,2	-2,0	-1,7	-2,0	...
Empresas não financeiras	2,2	-0,4	-0,4	-2,1	-3,5	-3,9	-3,6	-3,9	...
Famílias - habitações	3,3	3,2	3,2	1,5	0,1	-0,9	-0,7	-0,9	...
Famílias - outros fins	3,0	2,9	2,9	0,0	0,4	-0,9	-0,1	-0,9	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	-2,7	-2,0	0,6	-1,4	-2,1	-1,4	...
TOTAL	2,9	1,7	1,7	-0,1	-1,1	-2,0	-1,7	-2,0	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,7	3,0	3,0	3,1	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 sofre com a fragilidade do ambiente externo

Após uma primeira metade do ano melhor do que o esperado, os dados avançados do PIB para o 3T confirmam o enfraquecimento da economia já antecipado pelos diferentes indicadores de atividade. O abrandamento na segunda metade do ano deve-se principalmente ao arrefecimento da atividade na Zona Euro e ao impacto das taxas de juro mais elevadas. Pela positiva, continua a destacar-se a capacidade da economia para gerar emprego numa conjuntura menos favorável.

O crescimento do PIB abranda no 3T, afetado pela procura externa. No 3T 2023, o PIB cresceu 0,3% em termos trimestrais (1,8% em termos homólogos), menos um décimo de ponto percentual do que no trimestre anterior e o ritmo de crescimento mais lento desde o 1T 2022, embora a economia espanhola tenha tido um desempenho melhor do que as principais economias europeias. A procura interna tem vindo a substituir a procura externa como motor do crescimento, especialmente o consumo privado, que, apoiado pela contenção da inflação e pela força do mercado de trabalho, está pela primeira vez a recuperar os níveis anteriores à pandemia. A procura externa, por seu lado, diminuiu 0,4 p.p. do crescimento do PIB em termos trimestrais, dado que as exportações caíram mais acentuadamente do que as importações.

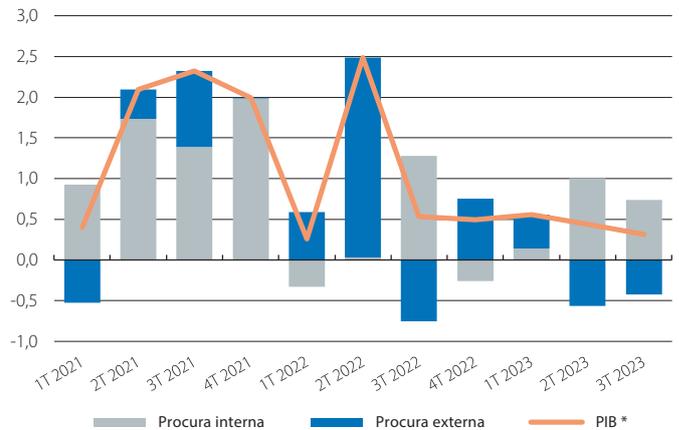
O dado do PIB do 3T 2023 está em linha com o nosso cenário, pelo que os riscos em torno da nossa previsão de crescimento para 2023 no seu conjunto, de 2,4%, permanecem equilibrados. Relativamente a 2024, estimamos que o ritmo de crescimento da economia espanhola desacelere para 1,4%, afetado pelo impacto do menor dinamismo dos nossos principais parceiros comerciais e pela recente recuperação dos preços do petróleo, embora com um perfil de menos para mais ao longo do ano, à medida que o ambiente externo e a confiança dos agentes melhorem, bem como a execução dos fundos do NGEU.

Os primeiros dados relativos ao 4T apontam para a continuação do abrandamento. Em outubro, o índice PMI da indústria transformadora caiu 2,6 pontos, para 45,1, pelo que, pelo sétimo mês consecutivo, permanece em território contracionista (abaixo dos 50 pontos). O PMI para o sector dos serviços mantém-se na zona de expansão, com 51,1 pontos, em particular. Já o Índice Harmonizado de Confiança Empresarial (IHPC), compilado pelo INE, registou a primeira quebra do último ano, mais precisamente -2,0% no trimestre, traduzindo o agravamento das expectativas dos empresários quanto à evolução dos seus negócios, visto que a percentagem de otimistas (19,2% do total, menos 3 pontos do que no trimestre anterior) diminuiu e a de pessimistas aumentou (1,9 pontos para 18,9%), pelo que o saldo (diferença entre as duas percentagens) se situou em 0,3 (5,2 anteriormente).

O setor do turismo encerrou a época de verão com excelentes resultados. Entre julho e setembro, 29 milhões de turistas estrangeiros chegaram a Espanha, gastando 38.597 milhões de euros, o que representa um crescimento de 12,9% e 19,4% em relação ao ano anterior, respetivamente. Relativamente aos níveis pré-pandémicos, as chegadas de turistas são 0,7% superiores às de 2019,

Espanha: contribuição para o crescimento do PIB por componentes

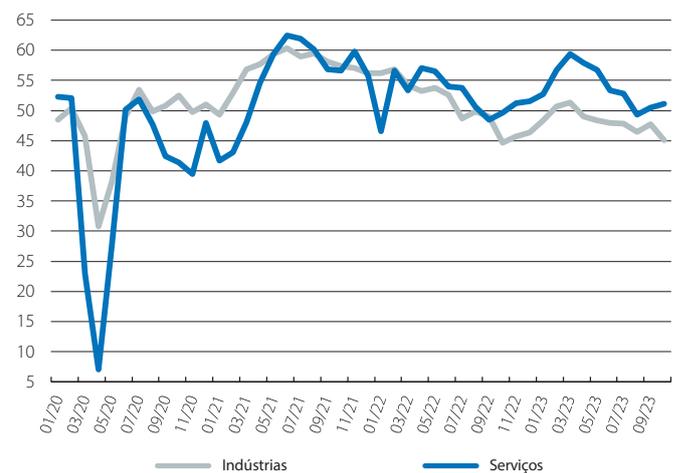
Contribuição para a variação trimestral do PIB (p. p.)



Nota: * Variação trimestral homóloga (%).
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (CNTR).

Espanha: PMI

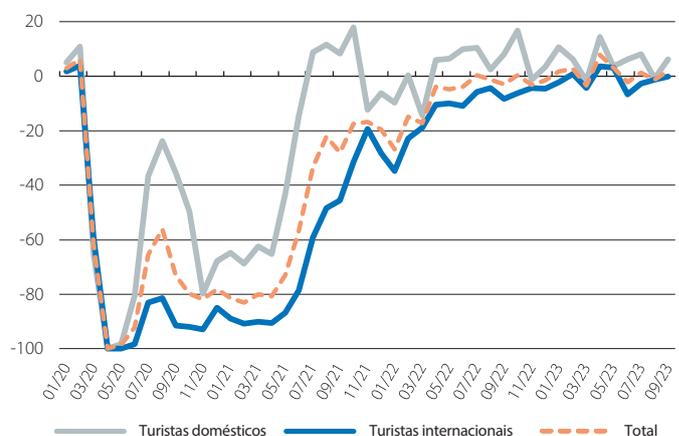
Nível



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

Espanha: dormidas de turistas

Variação em relação ao mesmo mês de 2019



Nota: Dormidas de turistas em hotéis, estabelecimentos de turismo rural, apartamentos turísticos e parques de campismo.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

enquanto as despesas são 16,0% superiores. As dormidas em alojamento turístico são 0,5% superiores às do verão de 2019: o turismo internacional continuou a melhorar e atingiu um nível de dormidas apenas 1,5% inferior, enquanto o turismo interno atingiu um volume 3,7% superior.

O mercado de trabalho teve um desempenho melhor do que o esperado no 3T. Os dados da EPA para o 3T 2023 surpreenderam positivamente devido ao aumento notável do número de empregados e da população ativa. A taxa de emprego aumentou em 209.100 pessoas, um número que melhora o recorde do ano passado (+77.700) e a média do 3T 2014-2019 (+174.800). Assim, a taxa de emprego (percentagem de pessoas empregadas em relação à população dos 20 aos 64 anos) atingiu um máximo histórico de 71,4%. Esta melhoria deve-se, em grande parte, à entrada das mulheres no mercado de trabalho e ao adiamento da idade da reforma, e é crucial para melhorar o potencial de crescimento da economia, uma vez que representa um aumento do grau de utilização dos recursos laborais disponíveis.

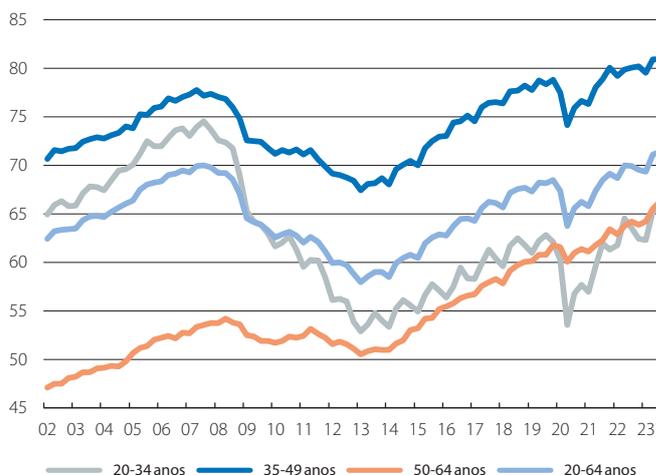
O desemprego aumentou 92 700 pessoas no trimestre, o que fez com que a taxa aumentasse 2 décimos de ponto percentual para 11,8%. Tal aumento contrasta com a queda habitual no 3T (-185.000 em média no período 2014-2019), e deveu-se ao aumento extraordinário dos ativos (301.900, o segundo maior aumento da série no 3T, apenas ultrapassado pelo valor anômalo de 2020). Este aumento, que elevou o número total de pessoas no ativo a um máximo histórico de 24,12 milhões, deveu-se principalmente ao aumento da população estrangeira, que cresceu 144.200 pessoas. A população ativa espanhola, por seu lado, aumentou 93.800 pessoas e a população com dupla nacionalidade, 63.800. Com efeito, desde o 1T 2018, quando a população ativa total iniciou a sua trajetória de crescimento, apenas abruptamente interrompida pela pandemia, o crescimento acumulado da população ativa foi de 1,45 milhões, sobretudo de estrangeiros (825,8 mil vs. 189.600 espanhóis e 435.400 com dupla nacionalidade).

A recente evolução do mercado de trabalho aponta para um enfraquecimento da criação de emprego. Em outubro, os dados sobre as inscrições na Segurança Social mostram um aumento do emprego de 92.861 pessoas, o outubro mais fraco desde 2015. O emprego, em termos corrigidos de sazonalidade, registou um aumento de 5.077, abaixo da média mensal do 3T (15.651). Esperamos que, até 2024, o ritmo de criação de emprego se mantenha positivo, mas relativamente contido, com um aumento de +1,4% em relação a 2023, o que deverá fazer descer a taxa de desemprego para 11,8% em média anual.

Em outubro, a inflação abranda e estabiliza em 3,5%, em grande parte graças à descida dos preços dos combustíveis. A taxa subjacente (que exclui a energia e os alimentos não processados) caiu para 5,2% (5,8% em setembro), o valor mais baixo desde maio de 2022. Este facto, associado à tendência descendente dos últimos meses, sugere que as pressões inflacionistas subjacentes estão a abrandar gradualmente.

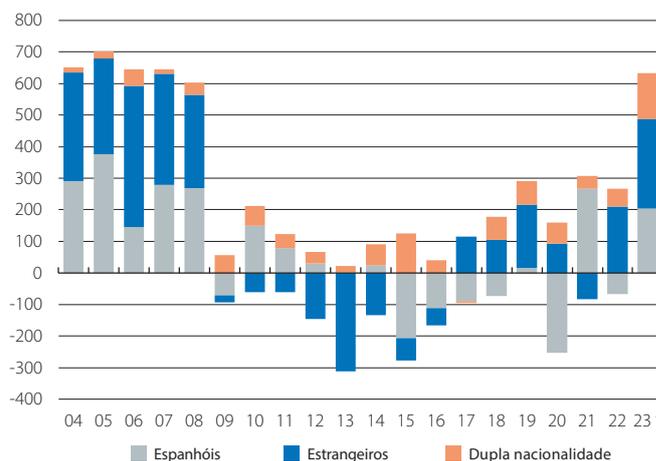
É provável que, em 2024, a taxa de inflação global se mantenha semelhante a deste ano (3,6% em média anual) se as medidas anti-inflacionistas forem retiradas. Esperamos, no entanto, que a inflação subjacente (que exclui os produtos alimentares e a energia) registre uma moderação, passando de 4,6% em 2023 para 3,0% em 2024.

Espanha: taxa de emprego por faixa etária
População empregada sobre a população em idade ativa (%)



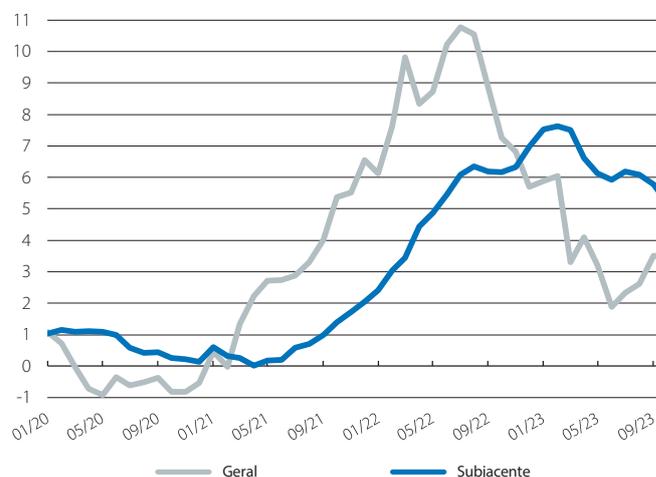
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (EPA).

Espanha: variação anual da população ativa
(Milhares)



Nota: * 3T 2023 em relação ao 4T 2022.
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (EPA).

Espanha: IPC
Variação homóloga (%)



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

A especialização sectorial penaliza a produtividade da economia espanhola

Porque é que a produtividade em Espanha é tão baixa e porque é que cresceu tão pouco nos últimos anos? Mesmo que a resposta seja complexa e influenciada por vários fatores, uma das causas da baixa produtividade do trabalho da economia espanhola e do seu baixo crescimento é a especialização produtiva e a pequena dimensão das empresas.

Entre 2010 e 2019, a produtividade do trabalho em Espanha aumentou 9,3% (1,0% por ano, em média).¹ O aumento da produtividade foi generalizado na grande maioria dos sectores de atividade, como evidenciado pelo facto de 82% dos espanhóis empregados trabalharem em sectores que registaram um crescimento da produtividade do trabalho no período analisado. Não obstante, tanto o nível de produtividade como a sua taxa de crescimento permanecem modestos em comparação com outros países da Zona Euro, como a Alemanha.

Em que sectores é que a produtividade mais cresceu?

É possível que a produtividade da economia no seu conjunto melhore devido ao crescimento da produtividade em sectores individuais da economia ou porque se verifica uma transferência do emprego de sectores com uma produtividade relativamente baixa para sectores com uma produtividade mais elevada. Decompondo o crescimento da produtividade entre 2010 e 2019 entre estes dois fatores, verificamos que toda a melhoria da produtividade neste período se deve ao crescimento da produtividade em praticamente todos os sectores de atividade (ver as barras cinzentas no primeiro gráfico).

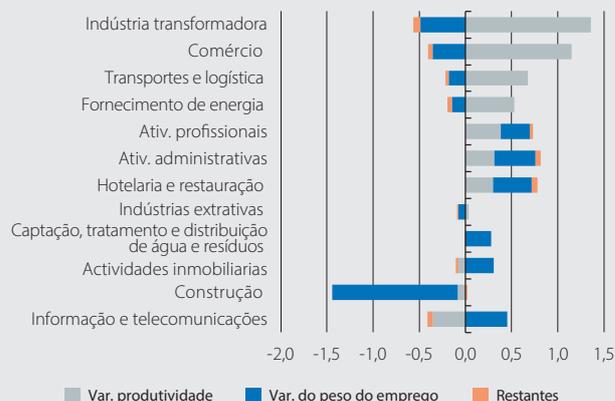
A indústria transformadora foi a que mais contribuiu para o crescimento da produtividade entre 2010 e 2019, aumentando o seu valor acrescentado bruto (VAB) em 18,2%, com um aumento de apenas 2,5% no emprego. Os sectores do comércio, transportes e logística e fornecimento de energia também dão um contributo significativo.² O sector da hotelaria e restauração e as atividades profissionais e administrativas também dão um contributo positivo para o crescimento da produtividade, embora em menor grau.

1. No presente Focus, analisamos os sectores de atividade que constituem a economia de mercado, com exceção da agricultura e das atividades financeiras e de seguros. Em particular, incluímos as secções B-J e L-N da CNAE, cujo VAB representa 45% do PIB nominal total em Espanha (55% na Alemanha). Estes dados são provenientes das estatísticas estruturais das empresas do Eurostat e estão disponíveis até 2020, mas consideramos 2019 como o ano de referência final para evitar distorções na produção e no emprego causadas pela pandemia.

2. O sector do fornecimento de energia é o sector que registou o maior aumento de produtividade entre 2010 e 2019 (38,4%), um sector que aumentou muito significativamente o seu VAB (34,5%) com um menor número de empregados (-2,8%).

Contribuição de cada fator e sector para o crescimento da produtividade total entre 2010 e 2019

(p.p.)

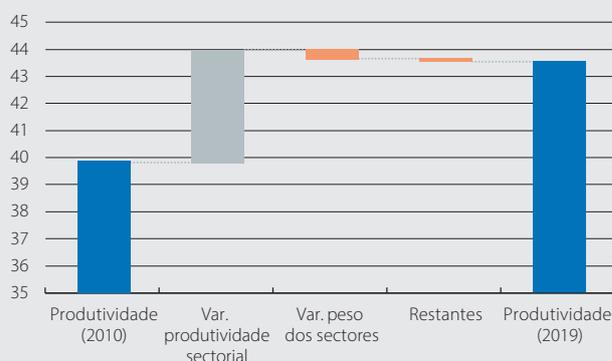


Nota: O aumento da produtividade entre 2010 e 2019 foi de 9,3%. Este gráfico mostra a contribuição de cada fator e sector de atividade para esta variação.

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

Espanha: decomposição do crescimento da produtividade entre 2010 e 2019

(Euros por trabalhador)



Nota: O crescimento da produtividade entre 2010 e 2019 é decomposto em (1) a variação da produtividade dentro de cada sector (margem intensiva) e (2) a variação do peso dos diferentes sectores de atividade (margem extensiva).

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

Outro sector de elevada produtividade (logo a seguir ao fornecimento de energia) é o da informação e das telecomunicações. Todavia, o seu contributo para o crescimento da produtividade total entre 2010 e 2019 foi negativo porque o aumento do emprego no sector (24,8%) foi muito superior ao aumento do VAB (10,1%). Também a construção e as atividades imobiliárias são sectores com evolução negativa da produtividade neste período.³

3. Relativamente à construção, a diminuição da produtividade é explicada por uma queda do VAB superior à do emprego (-20,8% e -19,4%, respetivamente). Quanto às atividades imobiliárias, devido a um forte aumento do emprego (40,4%), muito superior ao aumento do VAB (29,7%).

A alteração da composição sectorial do emprego contribuiu para a melhoria da produtividade?

A resposta é que não está suficientemente difundida. Com efeito, a alteração da composição setorial do emprego subtraiu 1,2 p. p. ao crescimento da produtividade durante este período. Ou seja, calculamos que a produtividade da economia espanhola teria sido 1,2% superior em 2019 se a especialização produtiva de 2010 se tivesse mantido.

Esta situação explica-se principalmente pela diminuição da parte do emprego na indústria transformadora,⁴ um sector cuja produtividade por trabalhador é 39% superior à da economia no seu conjunto. Entre os sectores com produtividades relativamente elevadas (acima da média), a indústria extrativa e o fornecimento de energia também perderam peso em termos de emprego. Os sectores com um nível de produtividade relativamente mais baixo, como a hotelaria e restauração e as atividades administrativas, pelo contrário, ganharam peso no emprego total.⁵ Assim, embora os ganhos de produtividade na hotelaria e restauração e nas atividades administrativas neste período não sejam negligenciáveis (14,6% e 12,7%, respetivamente, superiores à média de 9,3%), o facto de sectores de baixa produtividade terem ganho tanto peso no emprego limita os ganhos de produtividade no agregado.

A comparação com a Alemanha não é favorável

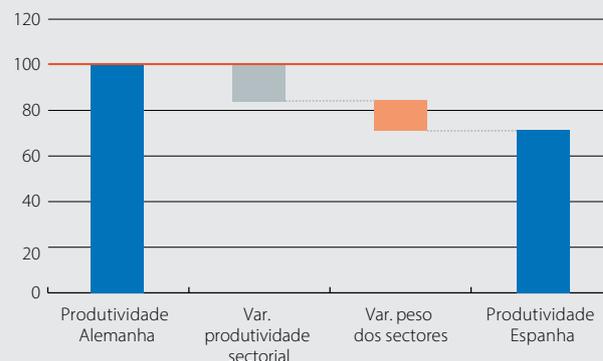
Como vimos, entre 2010 e 2019, a produtividade aparente do trabalho em Espanha aumentou 9,3%. Contudo, este aumento é muito inferior ao aumento de 16,7% registado na Alemanha no mesmo período. Consequentemente, o diferencial de produtividade da Espanha em relação à Alemanha deteriorou-se durante este período: se em 2010 a produtividade em Espanha era 23,4% inferior à da Alemanha, em 2019 este diferencial atingiu 28,2%.

Se, mais uma vez, decomposermos o diferencial de produtividade entre a Espanha e a Alemanha em 2019 entre (i) a diferença de produtividade dentro de cada sector (margem intensiva) e (ii) a diferença no peso dos diferentes sectores de atividade (margem extensiva), observamos que grande parte da diferença é explicada pela menor produtividade da maioria dos sectores de atividade espanhóis (as únicas exceções são a hotelaria e restauração, os transportes e logística, e o fornecimento de energia, sectores em que a produtividade do trabalho em Espanha é superior à da Alemanha). O peso relativo dos diferentes sectores de atividade também desempenha um papel importante (representam 40% do diferencial de produtividade entre os dois países).

4. O emprego na indústria transformadora diminuiu de 16,9% do total em 2010 para 15,9% em 2019 (-1 p. p.).

5. O peso do emprego na hotelaria e restauração aumentou de 10,3% em 2010 para 12,4% em 2019 (+2,1 p. p.) e nas atividades administrativas de 10,2% para 12,0% (+1,8 p. p.).

Espanha e Alemanha: decomposição do diferencial de produtividade em 2019 (Euros por trabalhador)



Nota: O diferencial de produtividade entre a Espanha e a Alemanha é decomposto em (1) a diferença de produtividade de cada sector (margem intensiva) e (2) a diferença de peso dos diferentes sectores de atividade (margem extensiva).

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

O diferencial deve-se, em grande medida, ao maior peso da indústria transformadora na Alemanha (26,1% do emprego e 34,5% do VAB) em comparação com a indústria transformadora espanhola (15,9% do emprego e 22,2% do VAB) em 2019. Em Espanha, por outro lado, tanto a hotelaria e restauração como o comércio a retalho são muito mais importantes do que na Alemanha. Nomeadamente, estimamos que a produtividade da economia espanhola seria 15,9% superior se tivesse a especialização produtiva da Alemanha. Por outras palavras, o diferencial de produtividade seria reduzido de 28,2% para 16,8% (a produtividade espanhola seria 83,2% da produtividade alemã).

A dimensão da empresa também é importante

A distribuição da dimensão das empresas é outro aspeto importante da composição sectorial espanhola que contribui para uma menor produtividade. Em todos os países, as empresas de maior dimensão tendem a ser mais produtivas do que as que têm um número mais reduzido de trabalhadores. Ao comparar a Espanha com a Alemanha, esta distinção torna-se particularmente relevante: em Espanha, as microempresas (0-9 trabalhadores) são os principais empregadores nos sectores de mercado (35,5% do emprego em 2019, em comparação com 18,6% na Alemanha). Por outro lado, o peso do emprego nas grandes empresas alemãs (com mais de 250 trabalhadores) é de 42%, contra 32% em Espanha.

Considerando, para além da composição sectorial, as diferentes dimensões das empresas, estima-se que a produtividade da economia espanhola seria 28,6% superior se tivesse a especialização da Alemanha por sector de atividade e dimensão das empresas. Isto reduziria o diferencial de produtividade para 7,7%, em comparação com o *gap* observado de 28,2%.

A situação financeira das famílias espanholas melhora com a criação de emprego e a redução da dívida

Taxa de poupança recupera

No segundo trimestre de 2023, a alteração da tendência da taxa de poupança das famílias espanholas, iniciada no trimestre anterior, acentuou-se e a taxa de poupança registou uma forte recuperação. Concretamente, depois de atingir um pico de 19,4% no primeiro trimestre de 2021¹ devido à queda do consumo durante a pandemia, assistimos a uma queda sustentada da taxa de poupança para 7,9% no final de 2022. O movimento descendente da poupança foi interrompido no 1.º trimestre de 2023 (taxa de poupança de 8,5%) e a retoma intensificou-se no 2.º trimestre de 2023, quando a taxa de poupança acumulada no último ano subiu para 10,2%, claramente acima da média pré-pandemia (7,2% na média 2015-2019).

Do mesmo modo, em termos corrigidos de sazonalidade, a taxa de poupança encontra-se em níveis elevados (11,7% no segundo trimestre de 2023 em termos trimestrais, após um mínimo de 4,0% no terceiro trimestre de 2022).

O rendimento disponível cresce muito mais rapidamente do que as despesas das famílias

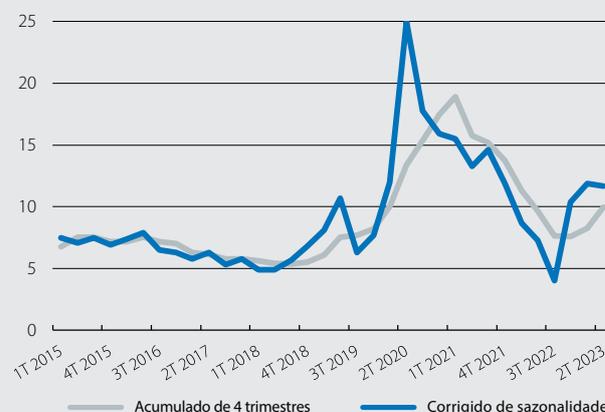
A recuperação da taxa de poupança foi impulsionada pelo facto de o rendimento disponível bruto do conjunto das famílias ter crescido uns espetaculares 12,2% em termos homólogos no segundo trimestre de 2023, a taxa mais elevada de toda a série histórica. Os principais fatores subjacentes a este crescimento foram: o aumento da massa salarial (+8,7% em termos homólogos, refletindo o aumento do emprego (+3,1% de crescimento homólogo do número de trabalhadores) e um maior dinamismo salarial (+5,2% de crescimento das remunerações por trabalhador), o aumento das prestações sociais (+9,7% em termos homólogos, impulsionado pela revalorização das pensões), dos rendimentos dos trabalhadores independentes e dos rendimentos de propriedade, graças ao aumento dos pagamentos de dividendos e de outros rendimentos de investimento. Este facto mais do que compensou o aumento dos pagamentos de juros líquidos, que ascenderam a 3,3 mil milhões de EUR (mais mil milhões de EUR do que no 2.º trimestre de 2022).

O aumento do rendimento disponível bruto proporciona uma maior margem para o crescimento do consumo nos próximos trimestres. E um maior crescimento do consumo traduzir-se-ia num maior crescimento do PIB. Um cálculo para este efeito pode ser elucidativo: caso a taxa de poupança descesse mais 1 ponto do que o previsto no próximo ano, o impacto no crescimento do PIB seria de cerca de +0,4 p.p.² No que respeita ao rendimento disponível por agregado familiar, a taxa de crescimento mantém-se em 5,8%, um ritmo muito assinalável, mas mais moderado,

1. Poupança em percentagem do rendimento disponível durante os quatro trimestres acumulados.

Espanha: taxa de poupança

(% do rendimento disponível bruto)



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

Espanha: contas não financeiras das famílias

	2T 2022 (M €)	2T 2023 (M €)	Varição (%)
Remuneração total dos empregados (+)	161.966	176.054	8,7
Rendimento de um trabalhador independente (+)	55.256	60.142	8,8
Rendimento líquido da propriedade (+)	8.435	12.101	43,5
Pagamento de juros líquidos* (-)	-2.313	-3.312	43,2
Outros (dividendos, outros rendimentos de investimentos, etc.) (+)	10.748	15.413	43,4
Impostos sobre o rendimento (-)	-25.752	-28.042	8,9
Contribuições sociais líquidas (-)	-48.461	-53.060	9,5
Prestações sociais (+)	68.184	74.792	9,7
Outros (+)	4.225	9.203	117,8
RDB final (Contas Nacionais)	223.853	251.190	12,2

Nota: * Antes da afetação dos SIFIM (serviços de intermediação financeira).

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

dado que se registou um aumento significativo dos agregados familiares. Foram, assim, criados 275.000 agregados familiares em termos líquidos no último ano (+1,4% em termos homólogos), em grande parte devido aos fluxos migratórios.

Com a revisão em alta da série histórica do rendimento disponível bruto e os bons dados em 2023, o rendimento disponível real por agregado familiar já recuperou no 1.º tri-

2. A fim de compreender este cálculo, convém notar que a taxa de poupança capta o nível de poupança em relação ao rendimento disponível bruto e que a dimensão do rendimento disponível bruto é de 60% do PIB nominal. Assim, uma redução de 1 ponto percentual na taxa de poupança aumentaria, em princípio, o crescimento do PIB em cerca de 0,6 pontos percentuais através de um maior consumo. Considerando que a parte do consumo que é realizada através de importações é de 30%, chegamos a um impacto no crescimento do PIB de 0,4 p.p.

mestre para o seu nível pré-pandémico. E o rendimento disponível total em termos reais já estava 3,5% acima do nível pré-pandémico no final do segundo trimestre.

Em contrapartida, as despesas de consumo das famílias têm vindo a perder fôlego, uma vez que a inflação tem vindo a abrandar em paralelo com o aumento das taxas de juro. A este respeito, é de salientar o desfasamento no segundo trimestre entre o crescimento da massa salarial e o das despesas das famílias. Enquanto no primeiro trimestre ambos cresceram de forma relativamente semelhante (8,6% e 7,3% em termos homólogos, respetivamente), no segundo trimestre a remuneração total dos trabalhadores cresceu claramente mais (8,7% em termos homólogos) do que as despesas das famílias (5,2% em termos homólogos).

Em 2023 no seu todo, na sequência destes recentes dados muito positivos, esperamos que o crescimento do rendimento disponível bruto seja bastante superior a 6,0%, o que deverá permitir que o consumo das famílias em termos reais agregados feche o ano a um nível claramente superior ao de 2022, apesar do aumento das taxas de juro e da inflação ainda elevada.

O destino da poupança e a melhoria da situação financeira líquida das famílias

A aquisição líquida de ativos financeiros pelas famílias no 2.º trimestre de 2023 ascendeu a 41,0 mil milhões de euros, muito semelhante ao 2.º trimestre de 2022 e acima da média de 32,6 mil milhões de euros do 2.º trimestre de 2015-2019. As famílias reforçaram os seus depósitos bancários e o seu numerário (+7,0 mil milhões de euros em relação aos 21 mil milhões no 2.º trimestre de 2022) e investidos em títulos de dívida em ações e fundos de investimento (6,7 mil milhões e 4 mil milhões, respetivamente, muito superior ao 2.º trimestre de 2022). As aquisições de ativos foram complementadas por uma forte valorização (29 mil milhões de euros), principalmente devido à melhoria dos preços das ações e dos fundos de investimento (valorização de 27 mil milhões de euros), de modo que o stock de ativos financeiros brutos das famílias cresceu 70 mil milhões de euros, para um total de 2,81 biliões de euros.

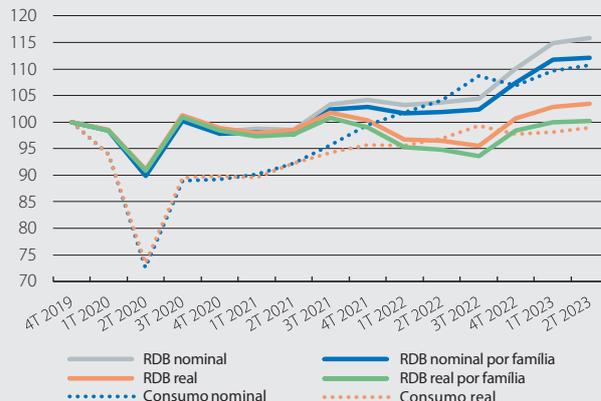
A dívida das famílias aumentou 7386 milhões (um aumento devido principalmente a fatores sazonais), mas situou-se em 49,9% do PIB, -0,5 p.p. menos do que no 1.º trimestre de 2023, próximo do nível de meados de 2002. O rácio da dívida das famílias espanholas é, assim, 5,5 p.p. inferior à média da Zona Euro.

Na sequência de um aumento dos ativos financeiros superior ao aumento dos passivos financeiros, a riqueza financeira líquida das famílias cresceu 61 mil milhões de euros em relação ao trimestre anterior, para um pouco mais de 2,05 biliões de euros (145,4% do PIB).

Concluindo, o reforço da situação financeira das famílias excedeu as expectativas e constitui uma boa notícia para a economia espanhola nos próximos trimestres, num contexto exigente.

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo das famílias

Índice (100 = 4T 2019)

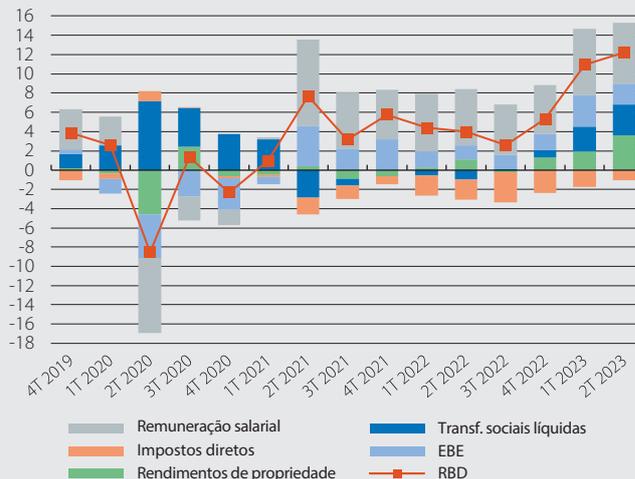


Nota: Dados ajustados de sazonalidade.

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

Espanha: rendimento disponível das famílias

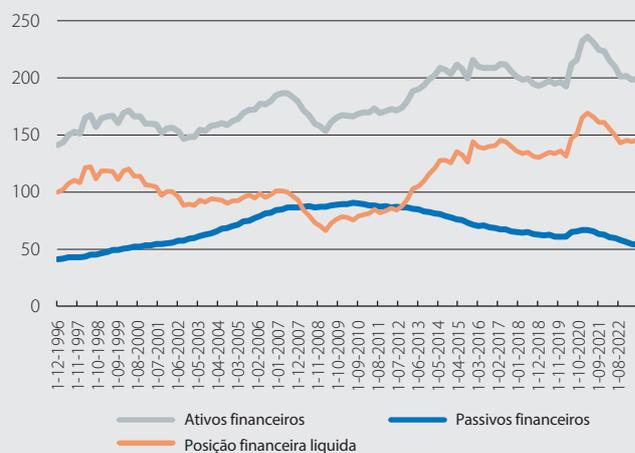
Varição anual (%) e contribuições



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

Espanha: balanço financeiro das famílias

(% de PIB)



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

Cada vez mais pessoas fazem compras online, e não apenas durante a Black Friday

Mais uma vez este ano, o fenómeno da *Black Friday* impôs-se como prelúdio da época de compras de Natal. Este dia (em conjunto com a *Cyber Monday*) é também um evento virtual. A percentagem de consumo eletrónico durante a semana da *Black Friday* é mais elevada do que em qualquer outra semana. Por exemplo, no ano passado, 32% dos gastos com cartões nessa semana foram digitais, segundo dados internos do CaixaBank, mais 6 p.p. do que em qualquer outra semana.

A despeito da crescente importância do comércio eletrónico, potenciada especialmente pela pandemia, são escassas as fontes que nos permitem saber quanto é que as famílias espanholas compram *online*.¹ Para compreender melhor este fenómeno, construímos um indicador que mede o peso do comércio eletrónico no consumo total das famílias a partir de dados internos anonimizados sobre as compras com cartão.² Em cinco anos, o peso do comércio eletrónico passou de uma média de 20% do consumo total em 2018 para quase 28% em 2023.³ Durante a pandemia, a percentagem de gastos online atingiu mais de 30% durante os meses de confinamento, embora tenha voltado a cair depois (ver o primeiro gráfico).

Mas nem todos fazemos compras online com a mesma frequência. Em 2023, os jovens (16-29 anos) já efetuam quase 40% das suas despesas *online*, enquanto as pessoas com mais de 65 anos fazem menos de 10% das suas compras online, uma diferença de quase 30 p. p. entre os dois grupos. As despesas em compras online entre as pessoas com menos de 50 anos aumentaram mais de 10 p.p. em comparação com 2018 (+5 p.p. para o grupo etário dos 50-64 anos e +2 p.p. para as pessoas com mais de 65 anos).

De igual modo, embora o comércio eletrónico represente atualmente cerca de um quarto das despesas das famílias com cartões, este consumo não está igualmente distribuído por todos os sectores da economia (ver segundo gráfico). O turismo (agências de viagens, hotéis, etc.) é o sector em que realizamos a maior parte das compras *online*, 34% em 2023. Em contrapartida, os sectores dedicados à venda de bens de primeira necessidade (grandes superfícies,

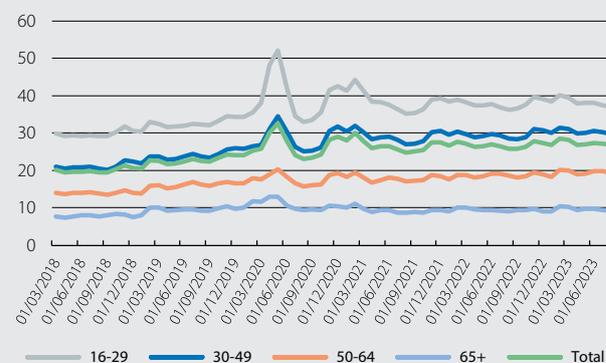
1. Grande parte dos indicadores de comércio eletrónico correspondem à perspetiva da empresa que efetua a transação e, quando se referem ao agregado familiar, registam a frequência das compras, mas não o seu montante ou o setor em que se inserem. O Instituto Nacional de Estatística (INE), que publica dados sobre compras online com base no Inquérito aos Orçamentos Familiares, com dados disponíveis até 2020, constitui uma exceção.

2. O peso do comércio eletrónico é calculado sobre o consumo total em euros efetuado com cartões (tanto presencial como eletrónico), excluindo os levantamentos. Incluindo os reembolsos, o peso médio do comércio eletrónico foi de 12% em 2018 e atingiu 20% em 2023 (dados até setembro).

3. Dados até setembro.

Espanha: consumo na internet por grupo etário

(% das despesas totais com cartões)

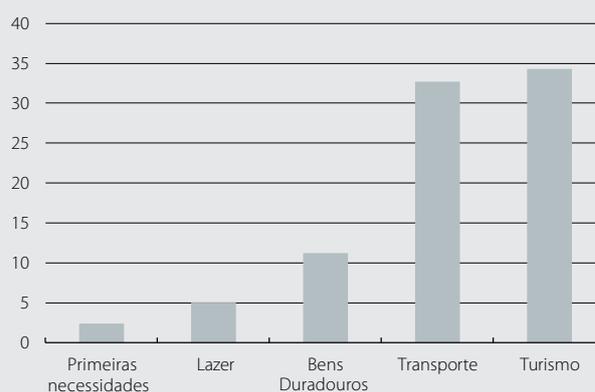


Nota: O comércio eletrónico é identificado com base nas compras com cartão, efetuadas através de terminais virtuais de ponto de venda (POS) por clientes particulares.

Fonte: BPI Research, com base em dados internos anonimizados sobre compras com cartão.

Espanha: despesas na internet por sector em 2023

(% das despesas totais com cartões)



Nota: Dados disponíveis até 30 de setembro de 2023.

Fonte: BPI Research, com base em dados internos anonimizados sobre compras com cartão.

supermercados, etc.) são aqueles em que o peso do comércio eletrónico foi mais reduzido, com 2% em 2023.

Tais dados indicam as possibilidades de crescimento do comércio eletrónico em determinados sectores demográficos e económicos. A tendência também sugere que os números do comércio eletrónico observados durante a pandemia, que pareciam extraordinários, serão em breve a norma.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Indústria									
Índice de produção industrial	8,8	2,9	0,8	1,3	-1,9	-	-3,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,9	-5,3	-4,4	-5,3	-8,3	-6,5	-8,8	-8,6
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	45,6	50,1	48,5	47,3	46,5	47,7	45,1
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	15,4	2,6	-1,8	1,7	-	5,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	29,0	17,4	10,2	3,5	-	-2,9	...	...
Preço da habitação	3,7	7,4	5,5	3,5	3,6	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,8	129,8	90,7	40,6	21,8	25,9	21,8	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	50,8	56,3	56,0	50,9	49,3	50,5	...
Consumo									
Vendas a retalho	5,1	0,9	1,9	6,7	6,1	7,0	7,1	6,5	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	2,6	45,5	9,9	6,9	7,8	2,3	18,1
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,9	-22,7	-19,2	-15,8	-15,2	-20,3	-19,7
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	3,0	3,1	1,4	1,8	2,9	3,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,8	12,9	12,9	13,3	11,6	11,8	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	2,5	3,9	2,7	2,5	2,8	2,7	2,8	2,7	2,6
PIB	6,4	5,8	3,8	4,1	2,0	1,8	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Inflação global	3,1	8,4	6,6	5,1	3,1	2,8	2,6	3,5	3,5
Inflação subjacente	0,8	5,1	6,5	7,6	6,2	6,0	6,1	5,8	5,2

Setor externo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	-	7,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	-	2,9	...	...
Saldo corrente	9,3	8,2	8,2	22,1	28,8	-	34,4	...	...
Bens e serviços	11,8	16,3	16,3	31,6	43,3	-	50,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-8,1	-8,1	-9,5	-14,5	-	-16,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,1	20,7	20,7	36,3	42,7	-	48,0	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	08/23	09/23	10/23
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	...	-0,6	...	...
À vista e poupança	10,3	7,9	5,0	0,3	-4,0	-6,9	-7,2	-6,8	...
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-7,3	7,7	40,1	68,8	69,9	73,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	-3,2	7,4	6,8	11,3	6,9	14,6	...
TOTAL	6,7	5,2	3,2	2,1	0,8	...	-0,1	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,3	0,7	0,5	-0,9	-2,2	-3,3	-3,5	-3,4	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	0,9	-1,0	-2,7	-4,5	-5,0	-4,7	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	0,2	-1,2	-2,4	-3,4	-3,4	-3,4	...
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,2	0,0	...
Administrações Públicas	15,3	0,2	-1,1	-0,2	-3,3	-4,6	-4,5	-4,1	...
TOTAL	1,1	0,7	0,4	-0,9	-2,3	-3,4	-3,6	-3,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,3	3,5	3,7	3,5	3,5	...	3,6	...	...

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

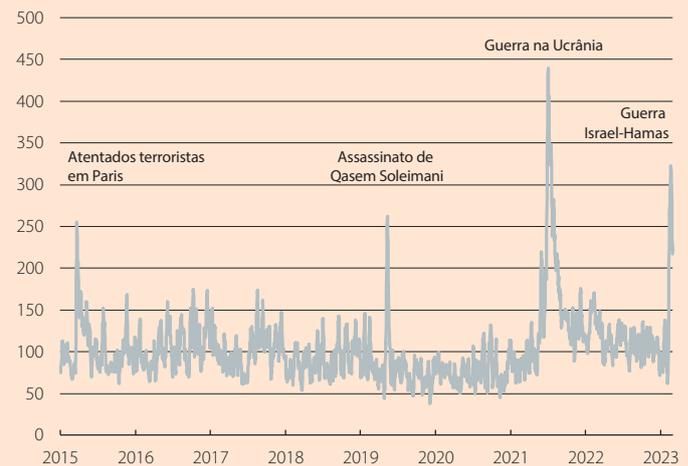
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e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

À procura de estabilidade económica num mundo instável

Nos últimos meses, risco geopolítico, fragmentação ou desglobalização são algumas das palavras mais procuradas nas redes sociais e traduzem o ambiente complexo e instável em que a economia internacional se tem movido nos últimos anos. Trata-se de uma conjuntura caracterizada pela acumulação de choques de natureza muito diversa que estão a distorcer o funcionamento da oferta e a limitar a eficácia das políticas de procura que tentam recuperar a estabilidade económica perdida. Estes choques que se retroalimentam, com um potencial de desestabilização superior à soma das suas partes, constituem aquilo a que o historiador Adam Tooze chamou uma policrise. Apesar de este processo poder ser rastreado até à grande crise financeira de 2008,¹ os acontecimentos precipitaram-se desde a pandemia, visto que o ciclo económico teve de lidar com os congestionamentos nas cadeias de produção e os seus efeitos na inflação, a guerra na Ucrânia e, recentemente, o regresso da instabilidade no Médio Oriente. Assim, à medida que a geopolítica ganha proeminência, acumulam-se sinais de que estamos a meio de uma mudança para uma economia global mais fragmentada (*decoupling*), com a emergência de conceitos como *de-risking* ou autonomia estratégica. Isto implica um regresso à política industrial, a procura de cadeias de valor menos frágeis ou o aumento da cooperação com os parceiros comerciais², ao mesmo tempo que se aumentam as limitações às transferências de tecnologia para países considerados rivais.

Risco geopolítico

Índice (100 = média de longo prazo)



Fonte: BPI Research, com base em dados de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> e Bloomberg.

Face a este contexto de mudança, o ciclo económico continuou a mostrar resiliência para fazer face aos efeitos cumulativos dos choques ocorridos nos últimos anos e à incerteza associada ao atual cenário de turbulência. Prevemos, assim, que a economia mundial encerre 2023 com um crescimento de 2,8% (menos 0,6 p. p. do que em 2022), mas com o enfraquecimento concentrado nos países desenvolvidos (1,4% vs. 2,7% em 2022), sobretudo naqueles como a Alemanha (-0,4%), com uma maior dependência do sector industrial, enquanto os países emergentes mantêm a velocidade de cruzeiro do ano passado (4%). A recessão que se temia após o aumento dos preços da energia no verão de 2022 foi, portanto, evitada, mas o ritmo da atividade continua fraco e irregular. O mais preocupante é que as perspetivas a médio prazo são fracas, uma vez que as previsões do FMI para o final da década (crescimento económico global de 3,1% em 2028) antecipam uma estagnação do crescimento potencial. Para contextualizar, este valor é 0,5 pontos abaixo da estimativa a médio prazo prevista antes da pandemia e quase 2 pontos abaixo do crescimento anterior à grande crise financeira de 2008.

No horizonte de 2024, uma economia lenta implica um elevado grau de fragilidade ao impacto de novos choques, visto que, por um lado, os ventos favoráveis que nos permitiram ultrapassar os obstáculos no passado recente (poupança acumulada, política orçamental expansionista, etc.) desaparecerão gradualmente, enquanto os efeitos restritivos sobre a procura da contração monetária se manifestarão com a máxima intensidade nos próximos meses. A esperança é que o abrandamento económico permita que a inflação consolide a sua descida, o que abriria a porta a uma reviravolta na política monetária no próximo ano e daria um bom apoio aos mercados obrigacionistas e acionistas, reduzindo simultaneamente os riscos para a estabilidade financeira (só em dívida das empresas, 5,5 biliões de dólares vencem em 2024). No entanto, a continuação do processo de desinflação estará também sujeita a uma elevada incerteza, uma vez que a evolução nos próximos meses dependerá de fatores fora do controlo dos bancos centrais, como a energia ou a orientação da política orçamental. Logo quando falta a parte mais difícil da tarefa, que é fazer descer a inflação de 4% para 2%.

1. O momento em que o comércio mundial (exportações mais importações) atingiu um pico em termos de PIB.

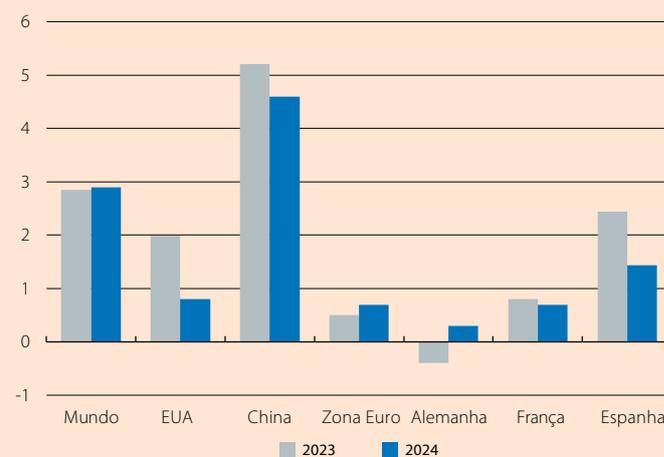
2. No caso dos EUA, o discurso de Jake Sullivan (Conselheiro de Segurança Nacional) na Brookings Institution, em 27 de abril, ou a Estratégia de Segurança Nacional reflectem esta transformação em curso.

Este cenário central de uma aterragem suave consolidaria a recuperação da estabilidade macroeconómica, fechando o fosso entre a oferta e a procura mundiais, a um custo aceitável em termos de crescimento do PIB e de emprego. Prevê-se que o ritmo de crescimento da economia mundial seja ligeiramente inferior a 3% em 2024, mas a maior parte do ajustamento será suportado pelos países desenvolvidos (+1,1% em 2024 vs. +1,4% em 2023), visto que, para além da continuação da fraqueza da Zona Euro (+0,7% em 2024), a economia dos EUA deverá arrefecer na primeira parte do ano. Porém, a força continuada do mercado de trabalho e do consumo dos EUA pode limitar o abrandamento da atividade e neutralizar os sinais de recessão, como a inversão da inclinação da curva das taxas de juro; na Europa, por outro lado, tanto a evolução da confiança das empresas e dos consumidores como a fraqueza do sector industrial e o agravamento das condições de crédito sugerem que o crescimento se manterá próximo da estagnação, pelo menos até ao verão de 2024. Os países emergentes, por seu lado, poderão mesmo crescer ligeiramente mais do que este ano (4,2% vs. 3,9%), graças ao bom desempenho da Índia, da Turquia e dos países produtores de petróleo, num contexto em que os bancos centrais, como os do Brasil, Peru, Vietname e Chile, já estão a baixar as taxas de juro. Contudo, a grande incógnita será a evolução da economia chinesa, visto que estamos a assistir a um abrandamento «estrutural» associado a um reequilíbrio do modelo de crescimento que poderá levar o crescimento potencial para 3% a médio prazo. As autoridades chinesas parecem dispostas a admitir este crescimento mais baixo (esperamos um crescimento de 4,6% em 2024, em comparação com o objetivo oficial de 5% fixado para 2023), mas a questão que se coloca é o impacto do novo ambiente geopolítico no modelo de crescimento chinês, tendo em conta as restrições cada vez maiores às exportações para a China de bens com um elevado conteúdo tecnológico ou o início da reformulação das cadeias de valor que já pode ser detetada nos fluxos comerciais de países como o Vietname.

Sintetizando, a fraqueza e a fragilidade do ciclo económico aumentam a sensibilidade dos cenários económicos a novos choques que possam surgir no horizonte. Principalmente, porque as camadas de risco que ameaçam o cenário continuam a ser um desafio, uma vez que as taxas de juro em máximos de uma década, juntamente com os efeitos que as crescentes tensões geopolíticas podem ter sobre as expectativas enfraquecidas e os preços da energia sob pressão, introduzem uma elevada incerteza em qualquer exercício de previsão, especialmente num ano de eleições presidenciais nos EUA. Este sentimento de equilíbrio instável regerá o comportamento da economia ao longo de 2024, algo a que parece que teremos de nos habituar e que exigirá uma grande flexibilidade dos agentes económicos na tomada de decisões. São estes os tempos em que vivemos.

Global: PIB

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research.

As perspetivas para a inflação e a política monetária em 2024

O ano de 2023 termina com as taxas de juro mais elevadas registadas nos últimos 15 anos. A inflação atingiu níveis históricos em 2022 e obrigou os bancos centrais a apertar a política monetária, a arrefecer a atividade económica e a garantir a estabilidade dos preços a médio prazo. Embora ainda longe do objetivo de 2%, a inflação, tanto na Zona Euro como nos EUA, caiu de forma constante até 2023, e um dos principais pressupostos das nossas perspetivas para 2024 é que continuará a cair no próximo ano, facilitando os primeiros cortes nas taxas de juro pela Fed e pelo BCE. Mas até que ponto é robusto este pressuposto desinflacionista? Qual é a pressa dos bancos centrais em baixar as taxas?

Em resposta a estas questões, partimos de um diagnóstico da inflação em três fases, começando pelos choques de preços iniciais (como os congestionamentos associados à pandemia ou a crise energética devida à guerra na Ucrânia), seguindo-se os efeitos indiretos subsequentes (o aumento dos preços dos bens e serviços que, embora não sejam diretamente pressionados pelo choque inicial, são empurrados para cima pelos custos de produção e pelo ajustamento dos preços relativos) e terminando com os efeitos de segunda ordem, ou seja, a retroação entre preços, margens de lucro e salários, que tende a injetar inércia na inflação. Neste diagnóstico, o nosso indicador de referência será o *momentum*, uma métrica que capta melhor o estado atual da inflação do que as referências homólogas.¹

Zona Euro: peso no cabaz global do IHPC por sensibilidade energética



Nota: Identificamos a sensibilidade energética de cada subcomponente do IHPC global a partir da sua associação estatística com o IHPC energético (pormenores na nota de rodapé 2).

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

do choque energético está quase a desaparecer, mas também sugere cautela contra o risco de alguns preços terem adquirido maior inércia. A fim de analisar este risco, procedemos a um segundo exercício de análise do grau de persistência da inflação.⁴

1. O *momentum* é a variação da média trimestral do IPC em relação aos três meses anteriores (anualizada e corrigida de sazonalidade) e apresenta um bom equilíbrio entre ser uma métrica de baixa volatilidade (como as variações anuais) e fornecer informações em tempo real (como as variações mensais).

2. Com a repartição do cabaz do IHPC em 94 subcomponentes, estimamos a relação entre o *momentum* de cada subcomponente ($\pi_{t-k}^{i,m}$) e o *momentum* da energia ($\pi_{t-k}^{ener,m}$):

$$\pi_{t-k}^{i,m} = \alpha + \beta \pi_{t-k}^{ener,m} + \epsilon_t$$

Examinamos quatro casos (de $k = 0$ a $k = 3$) em janelas móveis de 24 meses. Consideramos como «sensíveis à energia» componentes com um β positivo e estatisticamente significativo em pelo menos um dos desfasamentos do *momentum* de energia.

3. Esse mesmo exercício para os EUA mostra que a importância das componentes sensíveis e não sensíveis à energia é muito mais estável ao longo do tempo e, de facto, as suas inflações seguem uma dinâmica semelhante. Esta situação traduz a natureza diferente da retoma inflacionista nos EUA, que é mais afetada pelos desequilíbrios internos da oferta e da procura do que pela crise energética.

Zona Euro: momentum do IHPC por sensibilidade à energia



Notas: O momentum é definido como a variação anualizada do índice de preços médio de três meses durante os três meses anteriores (corrigido de sazonalidade). O gráfico apresenta uma versão suavizada. Identificamos a sensibilidade energética de cada subcomponente do IHPC global a partir da sua associação estatística com o IHPC energético (pormenores na nota de rodapé 2).

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

Na Zona Euro, o principal fator impulsionador da inflação foi a tensão dos preços da energia causada pela guerra na Ucrânia. Visando determinar em que medida os aumentos dos preços da energia se repercutiram noutros preços e/ou continuam a afetar a inflação no seu conjunto, analisámos quais as componentes do IPC que são sensíveis à energia e qual a dinâmica de preços que seguem.² Conforme demonstram os dois primeiros gráficos, a crise energética alastrou a uma grande parte do cabaz de preços, na medida em que as componentes «sensíveis à energia» representaram quase 80% do IPC e foram em grande medida responsáveis pela subida da inflação. No outono de 2023, porém, a situação normalizou-se, com um pequeno senão: considerando que, antes da pandemia, o *momentum* das componentes não sensíveis à energia flutuava em torno de 2%, após o choque energético, o *momentum* destas componentes é um degrau mais alto, mais próximo de 3% do que dos 2% visados pelo BCE.³

Este primeiro exercício indica que o impacto direto e indireto

Conforme mostra o terceiro gráfico, esta análise revela que a componente inercial da inflação registou um aumento generalizado nos últimos dois anos. Este aumento é, no entanto, relativamente moderado e verifica-se uma diminuição do *momentum* partilhada entre as componentes, independentemente do seu grau de persistência. Efetivamente, nos Estados Unidos, onde a natureza da inflação poderia ser mais preocupante, as componentes mais inerciais têm apresentado recentemente um *momentum* menor do que as restantes e, excluindo as rendas (*shelter*, uma rubrica com um peso elevado, mas com uma dinâmica idiossincrática),⁵ explicam uma pequena parte da inflação agregada.

Consequentemente, como nos encontramos na terceira e última fase da crise inflacionista, os bancos centrais consideram que já não é necessário aumentar mais as taxas de juro. Membros do BCE e da Fed comentaram nas suas recentes intervenções que manter as taxas de juro elevadas durante muito tempo poderá ser suficiente para concluir o último quilómetro em direção ao objetivo de 2%, uma estratégia que tem sido apelidada de *higher for longer*. Desta forma, um exercício que pode ilustrar a forma como os mercados financeiros estão a interiorizar esta estratégia é a maior sensibilidade a surpresas económicas que as maturidades mais longas das diferentes curvas de taxa de juro estão a apresentar em relação às maturidades mais curtas.⁶

Sensibilidade das expectativas da Fed às surpresas económicas *

Coefficiente



Nota: * Mostramos a evolução do coeficiente β da regressão referida na nota de rodapé 6 para cada um dos prazos (3, 6, 12 e 18 meses) para a rolling window de 20 meses.

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

mos que estas serão moderadas, na ausência de um abrandamento acentuado da atividade económica, e que, acima de tudo, não serão de magnitude suficiente para se poder dizer que a política monetária restritiva está a ser abandonada.

4. Utilizando desagregações do cabaz do IPC (EUA, 82 subcomponentes; Zona Euro, 94 componentes), estimamos o comportamento do *momentum* autorregressivo de cada subcomponente em janelas móveis de 24 meses:

$$\pi_t^{i,m} = c + \rho \pi_{t-1}^{i,m} + \varepsilon_t$$

Para cada janela, ordenámos o ρ estimado do menor para o maior e classificámos as subcomponentes em três categorias de persistência: baixa (ρ entre os 25% de valores mais pequenos), média (entre 25% e 75%) e alta (ρ entre os 25% de valores mais elevados).

5. Ver Focus «A importância das rendas na inflação dos EUA» in IM09/2023.

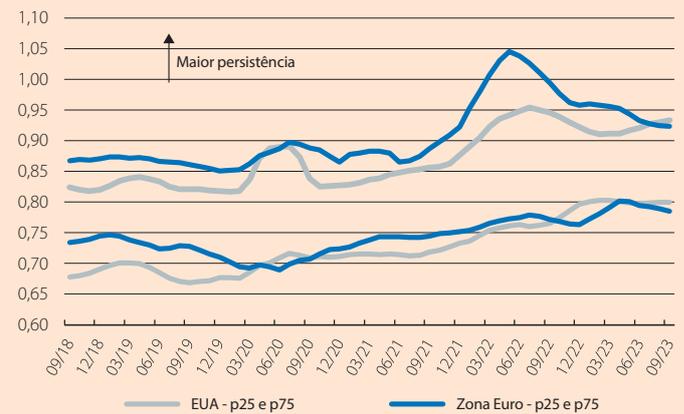
6. Estimamos a seguinte regressão com uma janela móvel de 20 observações,

$$\Delta i_t^n = \beta^n s_t + cpi_t + \varepsilon_t$$

Δi representa a variação diária dos futuros da taxa Fed com n meses de antecedência (3, 6, 12 e 18); s a diferença entre o valor publicado e a expectativa de consenso da Bloomberg para o IPC e a criação de emprego nos EUA; cpi uma variável que assume o valor 1 se a data corresponder à divulgação da inflação e 0 se for para o emprego; e ε_t é um termo de erro. A evolução dos quatro coeficientes β^n é apresentada no quarto gráfico.

Persistência da inflação

Índice



Notas: Estimamos um AR(1) para o momentum de cada subcomponente do IPC global com janelas temporais de 24 meses e obtemos a distribuição dos coeficientes autorregressivos de todas as subcomponentes. O gráfico mostra a evolução no tempo dos coeficientes correspondentes aos percentis 25 e 75 destas distribuições (séries temporais alisadas).

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

Assim, como se pode observar no último gráfico, a sensibilidade dos futuros de taxa de juro da Reserva Federal a surpresas na publicação de dados económicos é maior para as maturidades mais longas (18 meses de antecedência) do que para as maturidades mais curtas. Esta dinâmica mantém-se desde 2012 até aos dias de hoje, ou seja, a mesma surpresa económica provoca uma subida maior nos prazos longos do que nos prazos curtos, dado que, com um horizonte temporal mais longo, há mais reuniões com mais espaço para a Fed subir as taxas de juro. O que podemos observar nos últimos meses é que a sensibilidade dos futuros a 18 meses continua a aumentar modestamente, enquanto a dos futuros a 3 e 6 meses está a diminuir, o que sugere que os mercados já não estão tão concentrados em saber quanto mais a Reserva Federal irá aumentar as taxas de juro, mas sim durante quanto tempo as irá manter elevadas.

Em resumo, pensamos que é provável que em 2024 assistamos às primeiras reduções das taxas de juro, mas acredita-

Um novo quadro orçamental europeu para 2024... será possível?

A recuperação das *Yields* das obrigações à escala global voltou a colocar a situação orçamental no centro das atenções. O caso da Europa é de particular interesse, pois em 2024 as regras fiscais serão reativadas, depois de terem sido suspensas desde 2019 devido à pandemia e ao início da guerra na Ucrânia. Este «congelamento» destinava-se a ser utilizado para desenvolver um novo quadro orçamental e, em abril de 2023, a Comissão Europeia apresentou um projeto da sua proposta, que constitui a base de um documento final a aprovar antes do final do ano, para ser aplicado em 2024. O BCE apela igualmente a um acordo atempado, consciente do desafio colocado pela situação atual (abrandamento económico e elevado endividamento).

O que propõe o novo quadro orçamental

A proposta da Comissão Europeia reforça o papel dos governos nacionais, que terão de elaborar um plano orçamental quadrienal (extensível a sete anos se forem apresentados planos de reforma e de investimento que favoreçam o crescimento) para reduzir os défices estruturais excessivos e garantir a sustentabilidade da dívida, em conformidade com a análise da Comissão Europeia. Esta trajetória de ajustamento será específica para cada país, negociada entre a Comissão e cada Estado-Membro e aprovada pelo Conselho.¹

Estes planos plurianuais estão sujeitos a duas importantes restrições ou salvaguardas. Por um lado, são mantidas as referências de 3,0% do PIB para o défice público e de 60% para a dívida pública como objetivos de médio prazo. Em contrapartida, a trajetória de ajustamento incorpora uma regra de despesa líquida primária² como variável de controlo e exige uma redução anual do défice de pelo menos 0,5% do PIB. A Comissão Europeia limita-se a estabelecer «um ajustamento orçamental mínimo de 0,5% do PIB por ano», mas tem sido interpretado por vários quadrantes³ que, para que esta medida contribua para a consolidação orçamental, deve referir-se ao défice estrutural. Assim, a principal novidade seria a flexibilização da trajetória de ajustamento orçamental, adaptando-a à realidade de cada país; é aplicada uma regra de despesas primárias como variável de controlo (em vez do défice estrutural); a regra de ajustamento da dívida 1/20 é abolida (todos os anos a dívida deve ser reduzida no equivalente a 1/20 da diferença entre o seu valor em percentagem do PIB e o objetivo de 60%) e é introduzida uma regra de ajustamento baseada no défice.

O plano proposto é mais ou menos rigoroso do que o plano atual?

O Bruegel⁴ avaliou a proposta da Comissão calculando as implicações do ajustamento orçamental para todos os países da UE com uma dívida superior a 60% ou um défice superior a 3% do PIB. Nas suas conclusões, reconhece que o quadro proposto continua a ser ambicioso, uma vez que, em média, os Estados-Membros devem reduzir o seu défice estrutural em cerca de 2% do PIB entre 2025 e 2028 nos planos quadriennais (ligeiramente menos se os planos forem de sete anos). Aliás, ambos os quadros concordam quanto aos países que enfrentam o ajustamento mais agressivo e os que enfrentam o menos agressivo, mas divergem quanto à magnitude do ajustamento. Com efeito, para quase metade dos casos em que os défices e a dívida excedem os limiares exigidos, o ajustamento do défice estrutural ao abrigo do novo quadro seria inferior, em quase 1,0% do PIB, em média, ao previsto no quadro atual (tanto no plano para quatro como para sete anos), o que beneficiaria especialmente a Grécia, a Itália, a Bélgica e a Espanha. Na Áustria, em França, na Alemanha e em Portugal, a intensidade do ajustamento seria semelhante em ambos os enquadramentos, especialmente no caso dos planos quadriennais.

Diferença entre o ajustamento exigido para o défice estrutural nos planos plurianuais ao abrigo do novo quadro vs. quadro atual (p. p. do PIB)



Notas: * Dívida pública (% do PIB). ** Saldo orçamental (% do PIB). Ambas as projeções para 2024 da Comissão Europeia.

Fonte: BPI Research, com base em dados publicados pelo Bruegel.

1. Para além disso, no final do período de ajustamento, cada país tem de criar espaço orçamental para fazer face aos custos associados ao envelhecimento da população.
2. Refere-se às despesas públicas sem juros, sem a componente cíclica das despesas de desemprego, sem medidas *one-off* e líquidas de receitas provenientes de novas medidas fiscais.
3. Por exemplo, Bruegel.
4. Ver Darvas, Z., Welslau, L. e Zettelmeyer, J. (2023). «A quantitative evaluation of the European Commission's fiscal governance proposal». Documento de trabalho 16/2023. Bruegel.

Ainda não há acordo a menos de dois meses do final do ano

A fim de «desatar» as negociações, a Alemanha e a França iniciaram um diálogo bilateral para facilitar um acordo antes do final do ano. Aparentemente, existe um consenso geral quanto à adoção de planos de consolidação orçamental personalizados. O bloco francês pede mais flexibilidade para não asfixiar o crescimento económico, enquanto o bloco alemão, que já conseguiu que a Comissão Europeia incluisse no projeto um ajustamento mínimo do défice de 0,5% do PIB por ano para todos os Estados, quer também incluir em todos os casos em que a dívida exceda 60% do PIB uma redução anual obrigatória da dívida de 1,0% do PIB. Por sua vez, a Itália continua a pedir uma «regra de ouro» para retirar as despesas estratégicas do cálculo do défice (que cada país decidirá depois se corresponde a investimentos verdes, digitais ou de defesa). Entretanto, a proposta espanhola sublinha que o mais importante é dispor de salvaguardas adequadas que, embora garantam a redução da dívida e do défice, não prejudiquem os investimentos necessários para impulsionar o crescimento.

Segundo as autoridades políticas, 70% do plano já foi acordado, mas as questões mais polémicas ainda não foram resolvidas e será difícil que tudo seja aprovado antes do final do ano: terá de ser aprovado por todos os parlamentos nacionais e, em seguida, subscrito por uma maioria qualificada no Conselho Europeu e, por fim, passar pelo Parlamento Europeu. Para além disso, com as eleições europeias de 6 de junho de 2024 e com todos os partidos em campanha eleitoral, não é de excluir que a aprovação do novo quadro orçamental seja adiada para o segundo semestre do próximo ano. Por conseguinte, 2024 parece ser um ano de transição em termos de governação orçamental.

Orçamentos apresentados

Os orçamentos apresentados pelas principais economias revelam, neste contexto, o seu empenho no regresso à ortodoxia orçamental, mas confirmam as dificuldades em cumprir os requisitos, quer no quadro atual, quer no quadro novo previsto. Por exemplo, a Itália apresentou um plano orçamental menos ambicioso do que o apresentado em abril e prevê agora que o défice orçamental, depois de atingir cerca de 5,3% do PIB em 2023, atinja 4,3% em 2024 e só desça para -3,0% em 2026. Acresce que a correção do défice estrutural seria bastante acentuada em 2024 (-1,1 p. p. do PIB), mas pouco ambiciosa em 2025 e 2026, o que explica a persistência da dinâmica da dívida pública (139,6% do PIB em 2026 vs. 140,2% em 2023).

O mesmo acontece com a França, que, depois de estimar um défice orçamental de cerca de 4,9% em 2023, adia até 2027 para cumprir com os -3,0% (entre os últimos a conseguir-lo); com um défice estrutural que seria reduzido em apenas 0,4 p.p. em 2024 (nos anos seguintes o ajustamento poderia ser ainda menor), tal implicaria que a dívida pública se mantivesse acima dos 109% do PIB até 2026 e fosse apenas ligeiramente reduzida em relação aos níveis atuais (109,7% em 2023). A Alemanha, campeã da austeridade orçamental, está no outro extremo e já anunciou que vai ativar de novo a regra constitucional do «travão da dívida» (que proíbe a contração de empréstimos superiores a 0,35% do PIB por ano), apesar do abrandamento da sua economia. Em resumo, os orçamentos foram elaborados com o intuito de repor as métricas orçamentais em referências mais sustentáveis, mas sem esquecer que a Europa está a atravessar uma fase delicada (não é sequer de excluir uma recessão curta e moderada), que condicionará a velocidade e a intensidade do tão necessário ajustamento orçamental. No entanto, no final, num contexto tão complexo como o atual, serão os mercados financeiros a julgar a adequação do ajustamento em cada caso.

Portugal em 2024: mais resiliência trava desaceleração

Em linha com o que aconteceu após o *annus horribilis* da pandemia e também com aquilo que se espera para a globalidade de 2023, o próximo ano deverá continuar a representar um período de convergência de Portugal face à zona euro ao nível do crescimento da atividade económica. Neste artigo, pretendemos recapitular 2023 e trazer à liça os argumentos que sustentam a nossa visão da economia nacional em 2024.

Recapitulando 2023

Quando por esta altura do ano passado realizámos um exercício semelhante a este¹ a nossa expectativa era de um crescimento do PIB em 2023 de apenas 0,5% e, inclusivamente, não descartávamos a hipótese de contração. Desde logo, sabíamos que o forte efeito de *carry over* que tinha empurrado o número de 2022 se iria desvanecer e eram esperados efeitos muito fortes do aperto monetário e dos custos energéticos. É verdade que a velocidade da subida de taxas de referência por parte do banco central foi inédita e os preços da energia (especialmente os combustíveis) continuam elevados (embora longe do que se antecipava no final de 2022), mas o comportamento da nossa economia foi mais resiliente do que o inicialmente esperado. O crescimento da atividade no 1T 2023 foi robusto (o PIB avançou +1,5% face ao final de 2022) e a força deste dado afeta «mecanicamente» o resto do ano, *ceteris paribus*. Um mercado de trabalho forte aliado a uma recuperação parcial dos rendimentos reais das famílias, juntamente com uma vertente externa dinâmica (o setor do Turismo registou níveis recorde), deverão permitir este ano um crescimento acima de 2%. Contudo, não esquecemos que por detrás deste número está uma tendência decrescente, atestada pelos registos modestos nos mais recentes indicadores disponíveis. Por exemplo, o PIB no 3T contraiu face ao 2T, colocando o crescimento médio trimestral até setembro em 0,5%.

2024 trará menos crescimento

Para 2024, antecipamos menos crescimento do que em 2023. Concretamente, 1,8%, o que representaria uma desaceleração de 0,5 p.p. face a 2023, com a primeira metade do ano a ser particularmente penalizada, refletindo o pleno impacto do aumento das taxas de juro. A perspetiva de que o BCE não alterará as taxas diretoras senão na última parte do ano, sugere que os custos de financiamento manter-se-ão elevados durante grande parte do ano e que o seu alívio só se fará sentir no segundo semestre, quando as taxas de mercado começarem a refletir a perspetiva de que o BCE iniciará a redução do grau de restritividade da sua política monetária. Assim, antecipamos que o consumo privado (cerca de 65% do PIB) irá reduzir o seu contributo para o crescimento da economia. Tal como Portugal, também as outras economias da zona euro, entre as quais se encontram os principais parceiros comerciais de Portugal, irão sofrer o impacto das elevadas taxas de juro, o que se traduzirá num crescimento mais moderado das exportações portuguesas (cerca de 45% do PIB, em volume).

Começando pelo consumo, a principal componente do PIB, procurámos ver qual seria a evolução do rendimento disponível bruto, tendo presente o impacto na massa salarial do aumento de salário mínimo nacional e o referencial de subida dos restantes salários.² Para as restantes componentes do RDB³ admitimos variações em linha com o seu comportamento nos 5 anos anteriores à pandemia. Seguindo esta metodologia, estimamos que em 2024, o RDB possa crescer em torno dos 5%, o que, a verificar-se implicaria crescimento real (inflação esperada para 2024 é de 2,4%) e será um importante fator de suporte à despesa das famílias. Todavia, parte deste incremento será canalizado para o pagamento bruto de juros, que em 2024 poderão rondar os 5,5 mil milhões de euros (3,5 e 1,0 mm€ em 2023 e 2022, respetivamente), reduzindo a parte disponível para

Evolução esperada para o RDB

(Acum. 4 trim., milhões de €)

	2T 2022	2T 2023	tvh	2024	tvh
Massa salarial	108.955	119.582	9,8	131.625	5,6
Rendimentos atividades autónomas	38.724	40.043	3,4	42.405	2,9
Rendimentos de propriedade	8.335	9.645	15,7	10.746	0,0
Impostos	-16.140	-18.325	13,5	-19.891	0,4
Contribuições e prestações sociais	43.442	45.627	5,0	49.314	3,2
Transferências sociais em espécie	-24.118	-24.844	3,0	-26.188	4,1
Rendimento disponível bruto	159.199	171.729	7,9	188.011	4,8

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

1. Ver o artigo «Portugal em 2023: ano de cerrar os dentes» no IM11 de 2022

2. O Governo assinou um acordo de rendimentos com os parceiros sociais para 2024, prevendo um aumento de 7,9% do salário mínimo e de 5% dos restantes salários.

3. Com exceção dos rendimentos de propriedade, para os quais assumimos que em 2023 cresceriam ao ritmo observado até ao 1S 2023 (cerca de 16%) e que em 2024 estabilizariam. Os rendimentos de propriedade representam cerca de 5% do rendimento disponível bruto.

consumo. Outros fatores que tenderão a ditar a evolução do consumo em 2024 são a possibilidade de que as famílias adotem comportamentos mais cautelosos, precavendo-se face ao risco de agravamento adicional dos custos de financiamento, que, poderá ser compensado pela resiliência do mercado de trabalho – antecipamos abrandamento na criação de empregos, mas não redução dos mesmos – e por um comportamento mais benigno da inflação. Tudo somado, esperamos abrandamento moderado do consumo privado com um crescimento em 2024 de 0,7% (0,9% previsto para 2023).

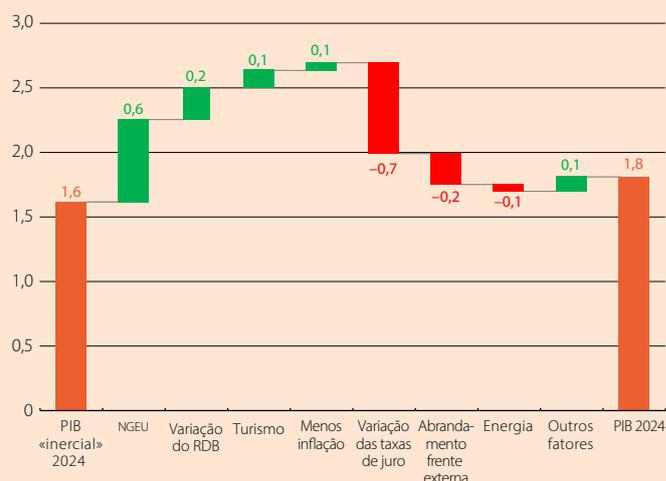
Pelo contrário, antecipamos que o investimento venha a acelerar face a 2023. É verdade que este também será condicionado pelo aumento dos encargos com juros e pelo aumento dos custos de financiamento. Todavia, a receção de fundos europeus será um importante propulsor desta variável. A reprogramação do PRR⁴ traduziu-se no adiamento do pedido das tranches relativas a 2023, pelo que a sua receção só deverá acontecer no início de 2024; a estas acrescerá o pedido das tranches relativas a 2024. Mesmo admitindo que alguma delas resvale para 2025, o montante de fundos de que Portugal disporá em 2024, será muito superior ao dos anos anteriores, pelo que tendemos a acreditar que o investimento irá evoluir de forma muito positiva ao longo do ano.

O contributo da procura externa não será positivo em 2024. Por um lado, temos as exportações a desacelerarem, sofrendo o impacto do arrefecimento dos principais parceiros comerciais e de uma certa normalização do contributo do turismo, dada a normalização dos fluxos turísticos no pós pandemia. Por outro, temos as importações, que a confirmar-se o nosso cenário para o investimento, irão crescer mais do em 2023.

Tudo somado, como se pode ver no gráfico, os ventos de proa e de cauda parecem equilibrados, contudo 2024 irá começar dominado por uma grande incerteza que poderá traduzir-se no agravamento dos ventos de proa. O risco de intensificação do conflito israelo-palestiniano, com impacto no preço das *commodities* energéticas. A materialização deste risco implicaria mais inflação e, provavelmente, maior restritividade por parte do BCE com impacto considerável no crescimento. Neste caso, o impacto já negativo do aumento esperado no preço do petróleo, agravar-se-ia; o contributo positivo associado a um cenário mais benigno para a inflação desapareceria (ou tornar-se-ia mais um vento de proa...); e o impacto negativo associado à desaceleração dos parceiros comerciais seria maior ao estimado no cenário central. Ou seja, a nossa previsão de um crescimento de 1,8% ficaria comprometida. Tudo somado, existem condições para que a resiliência da economia portuguesa subsista em 2024, mas os riscos e fatores externos são significativos, gerando de novo elevada incerteza no cenário.

Tiago Belejo Correia e Teresa Gil Pinheiro

PIB 2024: contribuições para o crescimento
(Pontos percentuais)



Nota: PIB «inercial» 2024 refere-se a aquele que resultaria de não contemplar os efeitos extraordinários e foi obtido através de regressão do crescimento anual do PIB com a sua componente autoregressiva e o output gap divulgado pelo FMI no World Economic Outlook de Outubro de 2023.

4. O Regulamento do Mecanismo de Recuperação e Resiliência prevê ajustes na distribuição dos fundos do NGEU pelos vários países em função do crescimento acumulado do PIB real em 2020-21, que no caso de Portugal foi negativo, traduzindo-se no incremento da dotação de fundos para 22,2 mil milhões de euros.

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

