

# IM01

INFORMAÇÃO MENSAL  
JANEIRO 2024



## ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

---

MERCADOS FINANCEIROS  
*A política monetária e desempenho do mercado bolsista dos EUA*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Existem provas «precozes» de de-risking? (parte I): EUA e China*

*Existem provas «precozes» de de-risking? (parte II): UE*

ECONOMIA ESPANHOLA  
*Como reduzir ainda mais o desemprego estrutural em Espanha?*

*Evolução do nível de escolaridade dos espanhóis empregados*

*A importância dos custos intermédios na dinâmica da inflação espanhola*

## ECONOMIA PORTUGUESA

---

*Turismo português em época alta: entre recordes e recuos*

*PRR: como terminou 2023*

*Emprego nas Administrações Públicas: que alterações houve na última década?*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 2024

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

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)  
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### Enric Fernández

Economista Chefe

### José Ramón Díez

Diretor de Economias e  
Mercados Internacionais

### Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

### Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

### Adrià Morron Salmeron e

### Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

5 de janeiro de 2024

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A política monetária e desempenho do mercado bolsista dos EUA*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Existem provas «precozes» de de-risking? (parte I): EUA e China*

16 *Existem provas «precozes» de de-risking? (parte II): UE*

### 20 ECONOMIA PORTUGUESA

22 *Turismo português em época alta: entre recordes e recuos*

24 *PRR: como terminou 2023*

26 *Emprego nas Administrações Públicas: que alterações houve na última década?*

### 29 ECONOMIA ESPANHOLA

31 *Como reduzir ainda mais o desemprego estrutural em Espanha?*

33 *Evolução do nível de escolaridade dos espanhóis empregados*

35 *A importância dos custos intermédios na dinâmica da inflação espanhola*

## Aterragem suave em tempos de incerteza política

Após o intenso ajuste nas expectativas de política monetária desde a segunda semana de novembro do ano passado, levando a um dos mais fortes movimentos de reavaliação de ativos financeiros das últimas décadas (+9% para a taxa fixa nos últimos dois meses de 2023, máximos bimestrais desde 1990), é hora de ajustar os cenários económicos e avaliar se os investidores se precipitaram ao descontar um cenário idílico, no qual a resiliência do ciclo económico ao aperto monetário será acompanhada por um rápido retorno da inflação a 2%. Por enquanto, o consenso das previsões mudou definitivamente para uma aterragem suave da economia mundial em 2024, com um crescimento médio semelhante ao de 2023, em que se mantêm as divergências sectoriais e entre regiões económicas. Mas com um perfil completamente diferente do ano passado, com uma primeira metade do ano caracterizada por uma acentuada fraqueza na atividade que dará lugar a uma melhoria na segunda metade do ano, à medida que os efeitos da queda da inflação e da flexibilização das condições financeiras começarem a surgir. A intensidade de ambos os processos determinará o momento em que as taxas de crescimento potencial, afetadas por sucessivos choques negativos da oferta nos últimos anos, poderão ser recuperadas, enquanto se aguardam os efeitos positivos dos investimentos na transição energética, bem como o esperado aumento de produtividade que pode propiciar a inovação de última geração (IA, etc).

Os dados de emprego de dezembro nos EUA (+216.000 postos de trabalho criados, para um total de 2,7 milhões em 2023) ou a manutenção do preço do petróleo abaixo dos 80 dólares por barril nas primeiras sessões do ano, significam que se mantêm em vigor dois dos principais fatores subjacentes à resiliência do ciclo de atividade no último ano. Em concreto, a solidez dos mercados de trabalho e a contenção das tensões nos preços da energia, num contexto pouco favorável marcado pelo aperto monetário acumulado nos últimos dois anos e pelo aumento das tensões geopolíticas no Médio Oriente. Neste sentido, o início do inverno na Europa está sujeito a uma incerteza muito menor, tendo em conta os preços e os níveis de reservas de gás em comparação com os de há um ano, embora a tendência de fraca atividade se mantenha nos próximos meses, tendo em conta a lentidão que as expectativas dos agentes económicos continuam a revelar, a inércia negativa dos dados do sector industrial e do comércio a retalho ou os efeitos da viragem que se pode esperar para a política fiscal.

No entanto, é na frente da inflação que o cenário continua a ser mais aberto, apesar das surpresas positivas do último semestre. Os dados de dezembro na Europa estiveram em linha com as previsões e antecipam algumas das tendências a esperar no curto prazo: moderação dos efeitos de base da energia, dinâmica mista na inflação alimentar (melhor desempenho nos «processados» do que nos «não processados») e comportamentos divergentes nas principais rubricas de inflação subjacente, com uma normalização relativamente rápida dos bens industriais (não energéticos) e uma maior resistência à descida nos serviços. É por isso que, embora os sinais derivados das medidas que tentam captar a dinâmica de curto prazo da componente subjacente dos preços (*momentum*) sejam positivos, subsistem dúvidas (e riscos) quanto à dinâmica dos preços que se irá desenrolar nos próximos meses. E, portanto, sobre o momento em que a inflação voltará a estabilizar-se em níveis próximos de 2%. A este respeito, as mensagens dos bancos centrais nas suas reuniões de dezembro parecem bastante coerentes, sem tentarem, por um lado, deflacionar as expectativas de redução das taxas de juro e, por outro, salientando a dependência das suas decisões dos dados que serão conhecidos nos próximos meses. É neste contexto que surgem inconsistências entre as novas expectativas de taxas de juro que os mercados estão a descontar nos preços dos ativos financeiros e os cenários de aterragem suave, pois parece difícil que, sem um novo enfraquecimento acentuado da atividade com implicações diretas na inflação, os bancos centrais tenham pressa em baixar as taxas de juro logo no primeiro trimestre do ano. Especialmente tendo em conta os efeitos sobre o risco geopolítico e o pendor da política orçamental mundial decorrentes do desafiante calendário eleitoral que nos espera em 2024, começando com as eleições de Taiwan a 13 de janeiro e terminando com as eleições presidenciais dos EUA a 5 de novembro. E sabemos, pela experiência dos últimos anos, como o risco político pode alterar o comportamento dos principais pressupostos dos cenários de previsão económica.

## Cronologia

### DEZEMBRO 2023

- 13** A COP28 (Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas) termina com um compromisso de abandono dos combustíveis fósseis.
- 20** O Conselho Europeu aprova a reforma das regras fiscais da UE.

### 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).

### NOVEMBRO 2023

- 10** O programa Copernicus da UE indica que o ano de 2023 registou o período de janeiro-outubro mais quente mundialmente, com 1,43 °C acima da média de 1850-1900 e recordes nos meses de junho, julho, agosto, setembro e outubro.

### 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 para o intervalo 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%.

## Agenda

### JANEIRO 2024

- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).
- 5** Zona Euro: estimativa do IPC (dezembro).
- 8** Portugal: emprego e desemprego (novembro).
- 9** Portugal: comércio internacional (novembro).
- 10** Espanha: contas financeiras (3T).
- 17** China: PIB (4T).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).
- 25** Conselho do Banco Central Europeu.  
EUA : PIB (4T e 2023).
- 26** Espanha: inquérito à população ativa (4T).
- 30** Espanha: PIB estimativa (4T).  
Espanha: estimativa do IPC (janeiro).  
Portugal: PIB estimativa (4T).  
Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 30-31** Comité Federal do Mercado Aberto.
- 31** Portugal: estimativa do IPC (janeiro).  
Portugal: execução orçamental (dezembro).

### FEVEREIRO 2024

- 1** Portugal: produção industrial (dezembro).  
Zona Euro: estimativa do IPC (janeiro).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 7** Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 9** Portugal: volume de negócios no sector dos serviços (dezembro).
- 12** Portugal: custos laborais (4T).
- 15** Japão: PIB (4T).
- 19** Espanha: comércio externo (dezembro).
- 23** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).
- 28** Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 29** Espanha: estimativa do IPC (fevereiro).  
Espanha: balança de pagamentos (dezembro).  
Portugal: detalhe do PIB (4T).

## 2024: de menos a mais

O ano de 2024 começa com um panorama relativamente favorável. É verdade que vários indicadores sugerem que o ritmo de crescimento está a abrandar nos principais países desenvolvidos, e é provável que o tom se mantenha enfraquecido durante mais alguns meses. Mas tudo indica que os fatores que abrandam o ritmo de progresso se dissiparão gradualmente nos próximos trimestres, o que deverá dar lugar a um dinamismo crescente da economia, tanto a nível global como na economia portuguesa. Por detrás deste cenário, há cinco hipóteses-chave que se devem cumprir.

Em primeiro lugar, prevê-se que, em 2024, o ciclo inflacionista esteja praticamente encerrado. A redução das pressões inflacionistas já se tem vindo a materializar nos últimos meses, e a contenção dos preços da energia e das matérias-primas, juntamente com efeitos de segunda ordem limitados, permitem algum otimismo. Assim, nos EUA, espera-se que a inflação se situe em torno de 2,0% em meados do ano e que continue a diminuir no segundo semestre do ano, para fechar 2024 abaixo do objetivo da Fed. Na área do euro, o padrão poderá ser semelhante, embora a moderação seja provavelmente um pouco mais lenta e o ano possa terminar com uma taxa ligeiramente acima de 2,0%.

O segundo pressuposto fundamental do cenário, que está estreitamente relacionado com o primeiro, é o de que as condições financeiras serão flexibilizadas ao longo do ano. Até agora, a Fed e o BCE têm-se mostrado muito cautelosos, sublinhando sempre a necessidade de garantir que a inflação seja mantida sob controlo. Mas a melhoria das perspetivas nesta dimensão já levou a uma correção notável nas expectativas de taxas de juro descontadas pelos mercados financeiros no final de 2023. Nos próximos meses, à medida que as taxas de inflação se aproximam do objetivo de 2,0%, é de esperar que os principais bancos centrais comecem a baixar as taxas de juro de referência. Isto aliviará a pressão de muitas empresas e famílias e ajudará a economia a começar a ganhar tração no segundo semestre do ano.

Outro fator de apoio para que a atividade resista à quebra é a boa evolução do mercado de trabalho. O mercado de trabalho tende a reagir com algum atraso à evolução da atividade. Só quando a recessão económica se prolonga é que as empresas ajustam a sua força de trabalho. Este facto pode dar origem a receios de que a situação atual, a manter-se, dê lugar a uma certa destruição de postos de trabalho nos próximos trimestres. No entanto, enquanto se mantiverem as expectativas de que o abrandamento económico será moderado e transitório, e de que a procura começará

em breve a ganhar força, o mercado de trabalho poderá manter-se favorável. É pouco provável que as empresas ajustem as suas forças de trabalho durante um curto período de tempo, dadas as dificuldades relatadas para encontrar trabalhadores em muitos sectores.

Um dos principais riscos no cenário económico mundial vem da China. A maioria dos analistas, incluindo o BPI Research, assume que o profundo ajustamento que o seu sector imobiliário está a sofrer, com uma queda do volume de vendas superior a 40%, se fará sem que os restantes sectores sejam excessivamente afetados. Até à data, as medidas tomadas pelo governo chinês têm sido eficazes e a economia, no seu conjunto, tem continuado a crescer a bom ritmo. Prevê-se que este cenário se mantenha ao longo do ano, mas o desafio que temos pela frente é significativo e qualquer contratempo poderá ter repercussões a nível mundial.

Por último, o principal ponto de interrogação para o cenário económico mundial advém da geopolítica. Parte-se geralmente do princípio de que os conflitos ativos, como a guerra na Ucrânia e entre Israel e o Hamas, não se irão agravar. Este facto é de extrema importância, não só pelo drama humano que geram, mas também pelas repercussões que podem ter na economia mundial, pressionando os preços das matérias-primas ou dificultando as principais rotas comerciais.

Como tem sido habitual nos últimos anos, a incerteza em torno do cenário de previsão é muito elevada, mas as hipóteses de trabalho que atualmente se afiguram mais razoáveis permitem-nos ser cautelosamente otimistas. Embora o ano comece com vários indicadores que apontam para uma moderação do ritmo de crescimento, 2024 deverá ser um ano que passa “de menos a mais”.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

## Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,25	2,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,40
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,15	2,80
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	2,80	2,50
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,10	3,00
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	4,00	3,00
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,45	2,55
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,19	2,48
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,40
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,00	2,43
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,06	2,45
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,50	2,25
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,60	2,50
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,82	2,67
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,99	2,83
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	3,60	3,30
Prémio de risco	11	158	73	105	98	100	80
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	3,04	2,93
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	3,14	3,03
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	3,45	3,30
Prémio de risco	19	297	65	97	63	85	80
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,89	0,90
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,4	79,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	71,0	70,5	63,5

Previsões

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

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	2,9	6,3	3,5	2,8	2,9	3,1
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,0	5,6	2,6	1,4	1,1	1,7
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,0	0,8	1,7
Zona Euro	2,2	0,3	5,6	3,4	0,5	0,7	1,6
Alemanha	1,6	0,8	3,1	1,9	-0,4	0,3	1,4
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,8	0,7	1,4
Itália	1,5	-1,0	7,0	3,8	0,7	0,6	1,7
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,4	1,8	2,4
Espanha	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,4	1,4	2,0
Japão	1,4	0,1	2,3	1,1	1,3	1,1	1,1
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	2,5	0,6	0,5	0,0
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,5	4,4	6,9	4,1	3,9	4,2	4,1
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
Índia	7,2	5,7	9,0	7,3	6,0	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	5,0	2,9	3,0	1,8	1,8
México	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,6	-2,1	2,7	1,5	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	4,3	2,6	3,5
Polónia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,3	2,6	3,2
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,6	1,9
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,2	2,4	1,7
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	3,1	2,1
Alemanha	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	3,3	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,9	2,0
Itália	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	2,9	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Espanha	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,6	2,2
Japão	-0,3	0,4	-0,2	2,5	2,5	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,5	3,6	2,3
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,7	5,5	5,9	9,8	8,5	7,1	5,4
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,7	2,0	1,6
Índia	4,5	7,3	5,1	6,7	5,3	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,6	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,8	5,4	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polónia	3,2	2,0	7,3	15,9	7,3	4,2	3,1

Previsões

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

### Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	-0,1	4,7	5,6	0,9	0,7	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,2	1,3	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	1,3	5,0	6,4
Bens de equipamento	3,2	2,0	15,3	5,5	-	-	-
Construção	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	0,7	1,6	2,5
Exportação de bens e serviços	5,3	2,2	12,3	17,4	5,5	2,7	4,5
Importação de bens e serviços	3,6	1,5	12,3	11,1	1,6	2,5	4,8
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-0,6	2,7	2,0	1,1	0,4	0,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,0	6,6	6,0	6,6	6,5	6,3
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo orçamental (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	0,7	0,4	0,6

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	3,6	-0,9	7,2	4,8	2,2	1,9	2,2
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,3	3,4	-0,2	2,6	1,4	1,2
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,0	2,8	2,4	1,9	2,5	3,0
Bens de equipamento	4,9	-0,8	4,4	1,9	-0,1	3,7	3,1
Construção	5,7	-3,4	0,4	2,6	3,1	1,5	3,0
Procura interna (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportação de bens e serviços	4,7	1,1	13,5	15,2	0,6	-1,6	1,8
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	14,9	7,0	-0,7	-0,7	2,4
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,2	-0,9	6,6	3,8	2,2	1,4	1,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índice de preços no consumidor	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,6	2,2
Custos de trabalho unitários	3,0	1,1	0,3	0,4	3,9	3,1	2,6
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	1,8	1,7	1,9
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,9	1,5	1,5	2,0	2,4
Saldo orçamental (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,8	-6,8	-4,7	-4,2	-3,6	-3,0

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

Previsões

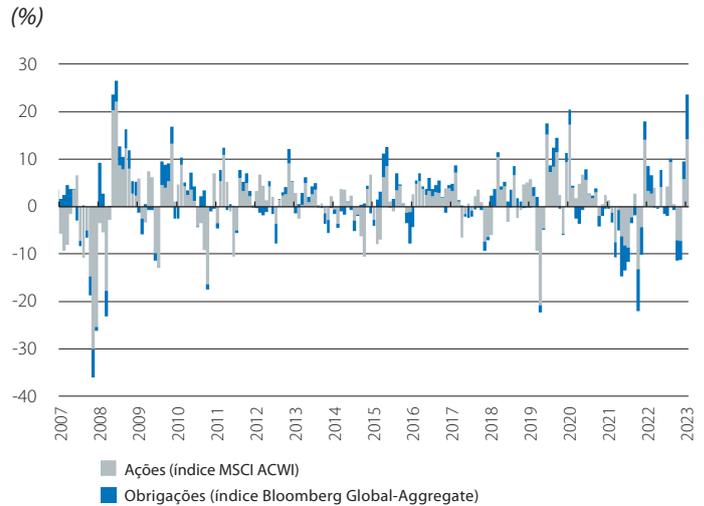
## 2023: um ano de ganhos generalizados em obrigações e ações

**Investidores mantêm forte apetite pelo risco em dezembro.** O intenso movimento do mercado desencadeado no final de outubro, quando os investidores passaram da expectativa de taxas de juro mais elevadas durante mais tempo para taxas mais baixas já em 2024, continuou em dezembro. No entanto, o ímpeto pareceu esmorecer no final do mês, com os investidores a fecharem posições em toda a linha para não mancharem os bons registos anuais e enfrentarem calmamente a paragem no Natal, deixando o mercado com um baixo volume de transações e bastante estável nas duas últimas semanas do ano. Assim, 2023 termina com ganhos na maioria das bolsas mundiais, com o índice global MSCI ACWI a subir 20%, e com os índices chineses como principal – e quase exclusiva – nota negativa. No que respeita às obrigações, os índices globais agregados de obrigações (que incluem dívidas soberanas e obrigações de empresas) também encerraram o ano com ganhos, com o índice Bloomberg Global-Aggregate bond a avançar quase 6%, graças à forte dinâmica do final do ano. Em dezembro, este índice registou o ganho bimestral mais forte desde 1990 (mais de 9%) e o desempenho dos últimos dois meses tornou o ano muito positivo para as duas principais classes de ativos.

**Os bancos centrais procuram conter as expectativas do mercado quanto a cortes nas taxas.** A Fed e o BCE mostraram uma clara divergência nas suas reuniões de dezembro: se a Fed anunciou o fim do ciclo de subida de taxas e mostrou no seu *dot-plot* uma expectativa do votante mediano do FOMC de três cortes de taxas em 2024 (ou seja, 75 bps), no BCE Lagarde foi menos explícita e disse que, para já, o BCE não discutiu cortes de taxas. Não obstante esta discrepância, após as reuniões respetivas, as declarações de vários responsáveis pela política monetária de ambos os bancos centrais centraram-se no controlo das expectativas dos investidores quanto à descida das taxas, que acumularam um ajustamento assinalável (descida de até 120 p.b. entre 31 de outubro e 31 de dezembro nos *forwards* da *effective fed funds rate* para os próximos 12 meses). Mas no final do ano, os futuros do mercado monetário estavam a descontar o primeiro corte de taxas nos EUA em março e na Zona Euro em abril, esperando entre cinco e seis cortes de taxas (ou seja, entre 125 e 150 pontos base) em 2024 em ambas as regiões.

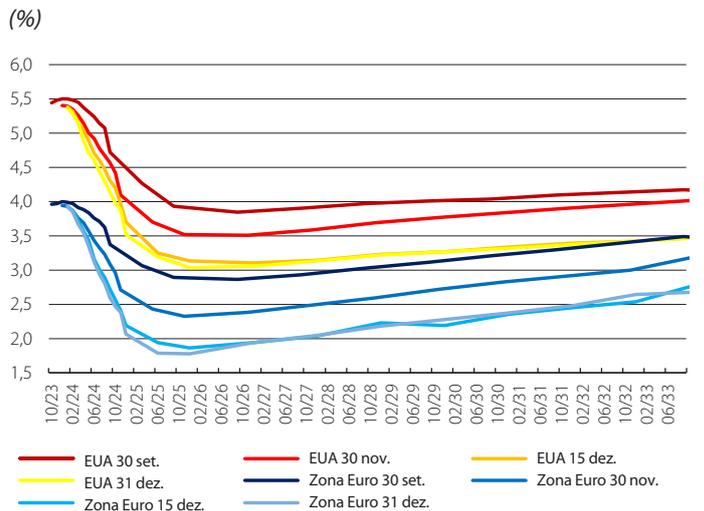
**Queda acentuada das *yields* das dívidas soberanas, com abrandamento no final do mês.** À semelhança do resto do mercado, as taxas soberanas também abrandaram no final de dezembro, após a forte tendência descendente de novembro, com os investidores a reavaliarem as suas expectativas de taxas de juro mais baixas em 2024, tendo em conta a forte correção dos preços e a resiliência da economia dos EUA. Porém, os movimentos de dezembro nas dívidas públicas continuaram a ser significativos, com os índices de referência a 10 anos em ambos os lados do Atlântico a caírem entre 40 e 50 p.b. em dezembro. Isto significa que os *treasuries* dos EUA terminaram o ano sem alterações, enquanto que para os *benchmarks* europeus, as descidas de rendimento foram significativas. Esta situação, associada a uma forte redução dos diferenciais,

### Ganhos bimestrais globais de obrigações e ações



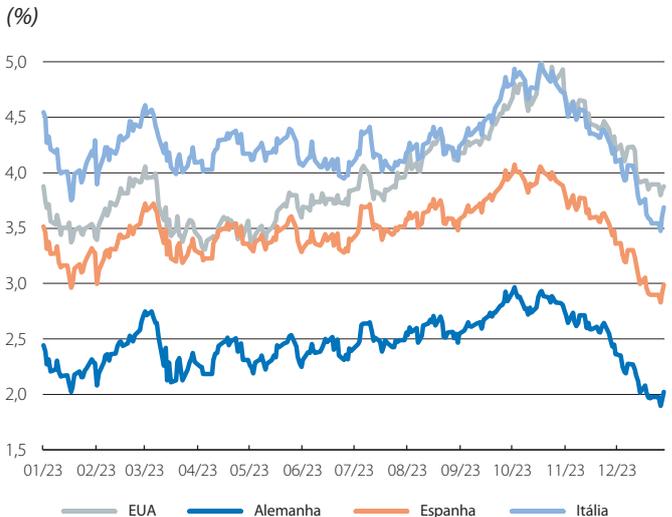
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

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



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

### Rentabilidade da dívida soberana a 10 anos



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

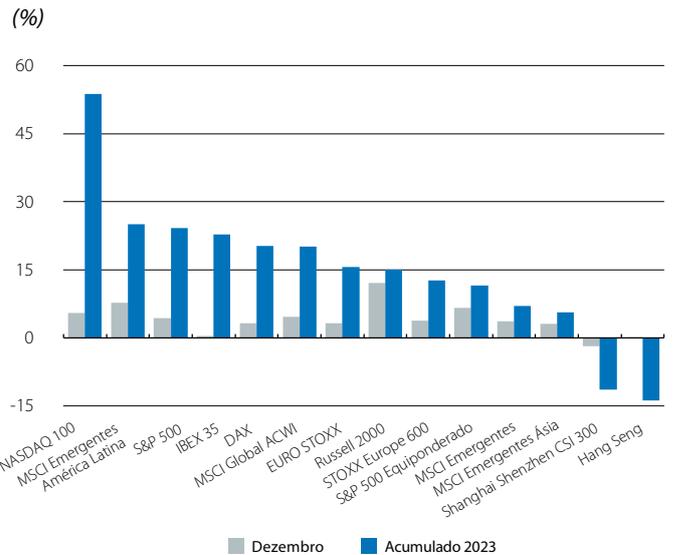
permitiu que os índices de referência a 10 anos da periferia da Zona Euro terminassem o ano entre 70 p.b. e 100 p.b. abaixo do seu nível de fecho de 2022.

**O rally bolsista de novembro ainda se faz sentir em dezembro.** Também nos mercados bolsistas, o forte rally de investimento de novembro perdeu força a meio do mês, em especial nos mercados europeus. Contudo, o mês de dezembro fechou com ganhos generalizados para os principais índices, com a principal exceção, por mais um mês, a ser os índices chineses. Os índices americanos, em particular o Nasdaq e o Russell 2000, registaram uma evolução positiva. A dinâmica da economia americana e as expectativas de descida das taxas de juro favoreceram, durante o mês, tanto as empresas tecnológicas como as empresas mais pequenas, que tinham acumulado um ano de fraco desempenho relativo face aos gigantes tecnológicos. O desempenho excecional destas empresas fez com que, em 2023, o ano da emergência da inteligência artificial, o maior avanço entre os principais índices internacionais fosse registado pelo Nasdaq, após um período de 2022 de fortes quedas. No entanto, o ano terminou com ganhos generalizados nos principais índices bolsistas, tanto nos mercados desenvolvidos como nos mercados emergentes, enquanto as ações chinesas se situaram em terreno negativo, com os índices CSI 300 de Xangai e Hang Seng de Hong Kong a caírem mais de 10% cada um.

**As expectativas de taxas mais baixas da Fed pesam sobre o dólar no final do ano.** Se as expectativas de taxas e os spreads correlacionados entre economias têm sido os principais motores do mercado cambial ao longo do ano, dezembro não foi exceção. O dólar terminou assim o ano com uma ligeira depreciação da sua taxa efetiva nominal (pouco mais de 2%), mas desfazendo, desde meados de novembro, uma grande parte da forte valorização que tinha acumulado no verão (mais de 7%). Consequentemente, o euro terminou o ano com uma apreciação de mais de 3%, tanto em relação ao dólar como à sua taxa efetiva nominal. Por outro lado, foi digna de nota a forte apreciação do iene em dezembro, concentrada nas primeiras semanas e antes de uma reunião do Banco do Japão que foi mais *dovish* do que o esperado pelos investidores, que continuam a descontar aumentos antecipados das taxas. A moeda japonesa terminou o mês de dezembro com uma apreciação de quase 5% face ao dólar, corrigindo parcialmente a forte depreciação (perto de 8%) que tinha acumulado durante o ano.

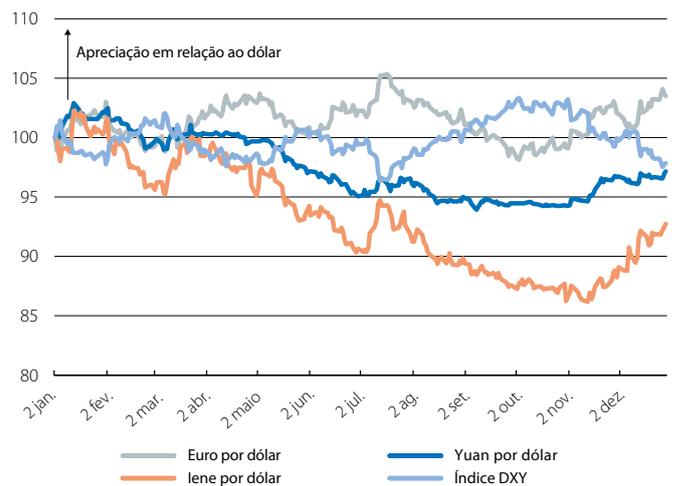
**Preços da energia fecham o ano com perdas.** A cotação do petróleo bruto Brent, de referência na Europa, prolongou as suas quedas em dezembro, terminando 2023 10% mais baixa do que no início do ano (menos quase 10 dólares por barril). Apesar da eclosão de conflitos no Médio Oriente, que se agravaram em dezembro com ataques a navios no Mar Vermelho, ou de cortes na produção por parte dos membros da OPEP, os preços do petróleo foram afetados pelo abrandamento da procura mundial e pelo aumento da produção fora da OPEP, sobretudo nos EUA (que atingiu um máximo histórico de 13,3 milhões de barris por dia em dezembro). O preço de referência europeu do gás, por outro lado, embora ainda acima dos níveis anteriores à pandemia, está longe dos máximos registados em 2022 e termina o ano com uma descida de mais de 50%, graças a um elevado nível de reservas e a uma menor procura num outono mais ameno do que o habitual.

**Desempenho dos principais índices bolsistas**



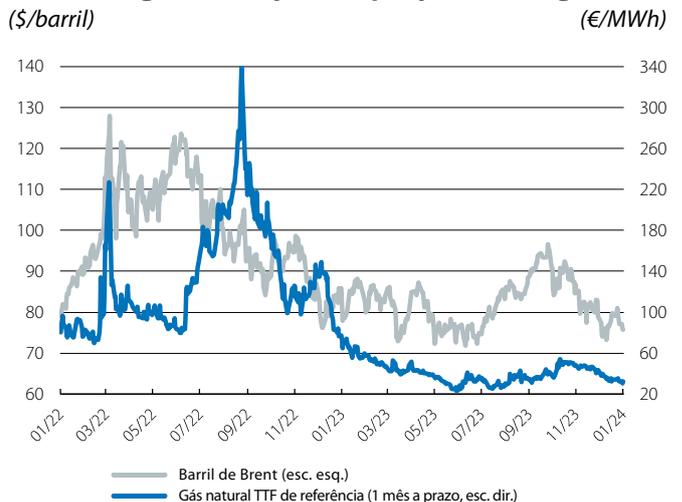
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar**  
Índice (100 = 30 de janeiro de 2023)



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

**Petróleo e gás: evolução dos preços da energia**



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

## A política monetária e desempenho do mercado bolsista dos EUA

Com as principais economias desenvolvidas no pico de um ciclo de política monetária restritiva, perguntamo-nos até que ponto o mercado acionista dos EUA a acomodou.

### Qual é a relação entre as taxas de juro e os mercados bolsistas?

As principais economias avançadas passaram, nos últimos anos, de um longo período de política monetária acomodática para uma forte contração monetária, impulsionada pela necessidade de reduzir a inflação. Tais alterações na política monetária, para além do efeito pretendido na economia real, implicam um impacto no resto dos ativos financeiros que, de facto, ocorre muito mais rapidamente do que os efeitos na economia real. Quanto aos mercados obrigacionistas, existe uma relação direta com a política monetária: as taxas de juro e os preços das obrigações têm uma relação inversa, pelo que, à medida que as taxas sobem (descem), os preços descem (sobem).

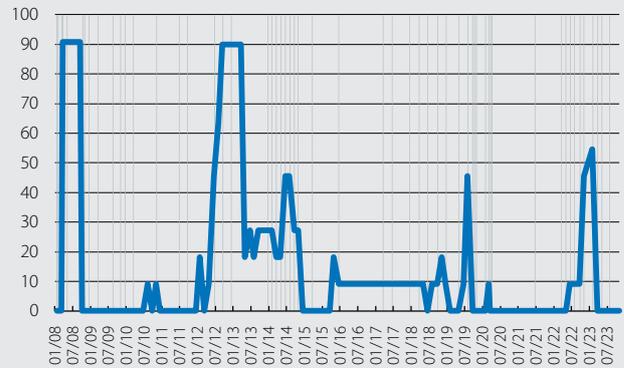
No que respeita aos mercados de ações, a relação não é tão direta nem tão óbvia. As taxas de juro são, por um lado, uma referência ao contexto macroeconómico: as taxas elevadas estão associadas a uma economia com inflação e/ou forte crescimento da atividade, enquanto as taxas baixas tendem a refletir uma atividade fraca e/ou uma inflação baixa. As taxas são também fundamentais na avaliação de uma empresa, uma vez que o valor atual de uma ação é calculado como o fluxo de lucros futuros previstos, descontados pela taxa de juros, de modo que, se as taxas mudarem, o valor atual refletido no preço da ação muda. Além disso, as taxas de juro determinam o custo do financiamento e, por conseguinte, têm um impacto direto na rentabilidade de uma empresa. Acrescente-se que, eventualmente, as taxas afetam a procura (seja de uma empresa, de um intermediário ou de um agregado familiar) e, por conseguinte, as vendas. Deste modo, o efeito das taxas difere em função dos sectores de atividade das empresas e do contexto macroeconómico em geral.

### Quem é sensível à política monetária e quem não é?

Os mercados financeiros referem-se habitualmente aos sectores cíclicos e defensivos como aqueles que são mais ou menos sensíveis ao ciclo económico. No entanto, os ciclos económicos podem ter naturezas muito diferentes e, por conseguinte, o papel da política monetária em

1. Calculamos o rácio entre a variação de preço ( $P_t^i - P_{t-1}^i$ ) de cada subíndice do S&P 500 (11 sectores) e a variação da taxa de rendibilidade do *treasury* a 2 anos ( $Y_t - Y_{t-1}$ ), utilizada como *proxy* para surpresas em termos de política monetária, numa amostra que inclui apenas os dias em que é divulgado o resultado de uma reunião da Fed. Esta análise é efetuada em janelas contínuas de 24 meses, cada uma das quais inclui 16 reuniões da Fed de 2000 a 2023. Assim, a sensibilidade é dada pela estimativa de  $\beta$  na regressão  $(P_t^i - P_{t-1}^i) = \alpha + \beta (Y_t - Y_{t-1}) + \epsilon_t$ . Identificamos um sector como «sensível» à política monetária se  $\beta$  for significativo a 95%.

### S&P 500: percentagem sectorial do índice sensível às surpresas da política monetária (%)



**Nota:** As barras cinzentas indicam as reuniões da Fed em que foi anunciada uma alteração das taxas.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e da Reserva Federal.

cada ciclo e a sua relação com o mercado bolsista podem variar. Em resposta à nossa questão de forma mais precisa, centramos a nossa análise na sensibilidade dos diferentes sectores que compõem o S&P 500 a surpresas de política monetária.<sup>1</sup> Ao longo dos períodos estudados, os sectores mais recorrentemente sensíveis a alterações na política monetária são 6 dos 11 sectores que compõem o S&P 500, representando em conjunto 65% do índice: tecnologia, consumo discricionário e não discricionário, sector financeiro, *utilities* e sector imobiliário. Este grau de sensibilidade não é constante ao longo do tempo, ou seja, estes sectores nem sempre são sensíveis às surpresas da política monetária e nem sempre com a mesma intensidade (ver o primeiro gráfico).

O sector financeiro é positivamente sensível, ou seja, a sua resposta tende a evoluir no mesmo sentido das surpresas da política monetária.<sup>2</sup> Em contraste, os outros cinco sectores são negativamente sensíveis, ou seja, a sua resposta tende a mover-se na direção oposta às taxas. A tecnologia é um sector de crescimento e a sua avaliação depende em grande medida de estimativas de fluxos de lucros futuros, devidamente atualizados com as taxas de juro vigentes: quanto maior (menor) for a taxa de desconto, menor (maior) será a avaliação. Em contrapartida, a sensibilidade dos sectores de consumo pode ser compreendida pela sua dependência do poder de compra dos consumidores e, portanto, das vendas das empresas. Analogamente, a atividade no sector imobiliário é sensível ao preço das hipotecas e, por conseguinte, às taxas de juro. Para concluir, sabe-se que as *utilities* são empresas conso-

2. Uma surpresa positiva implicaria um aumento da taxa de juro soberana a 2 anos, e seria de esperar que refletisse uma decisão da Fed mais *hawkish* do que o esperado.

lidadas que oferecem estabilidade no pagamento de dividendos, pelo que, no mundo bolsista, são semelhantes às obrigações (das quais herdamos a sua sensibilidade «negativa» às taxas de juro).

### O que aconteceu durante os dois anos de aperto monetário?

Quando a Reserva Federal começou a aumentar as taxas de juro em 2022, o S&P 500 registou o seu pior ano desde 2008, com todos os sectores sensíveis (negativos ou positivos) e não sensíveis a apresentarem perdas significativas, até -30% para as empresas tecnológicas e -38% para as empresas de consumo discricionário. No entanto, o conjunto de sectores negativamente sensíveis teve um desempenho relativamente pior, enquanto os sectores positivamente sensíveis apresentaram descidas muito menores (ver segundo gráfico). O desempenho superior dos sectores não sensíveis deve-se inteiramente ao sector da energia, impulsionado pelos elevados preços das matérias-primas energéticas (petróleo e gás).

Em 2023, porém, o mesmo padrão não se repetiu. Os sectores das *utilities* e do imobiliário continuaram a ser afetados pelo ambiente de taxas de juro elevadas, mas as empresas tecnológicas e de consumo discricionário registaram fortes ganhos.<sup>3</sup> Isto sugere que, em 2023, houve outras dinâmicas que contrabalançaram o arrastamento das taxas de juro. As vendas nestes sectores tiveram, contudo, um bom desempenho, apesar das taxas elevadas. Com efeito, estes sectores estiveram entre os sectores com maior crescimento dos lucros no ano até ao terceiro trimestre de 2023 e, além disso, excederam as expectativas.<sup>4</sup> A segunda razão é que estes dois sectores, em conjunto com as comunicações, contêm as sete empresas de maior capitalização nos EUA, coloquialmente referidas como os «sete magníficos», que tiveram um ano de sucesso em termos de crescimento dos lucros. Juntas, estas empresas (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla) representam 30% do S&P 500 e, com o seu desempenho muito positivo ao longo do ano em termos de resultados, arrastaram consideravelmente o resto do mercado (ver terceiro gráfico).

Em relação aos outros sectores, o sector financeiro (sensível em termos positivos) sofreu com a crise do Silicon Valley Bank no início do ano.<sup>5</sup> Os sectores não sensíveis apre-

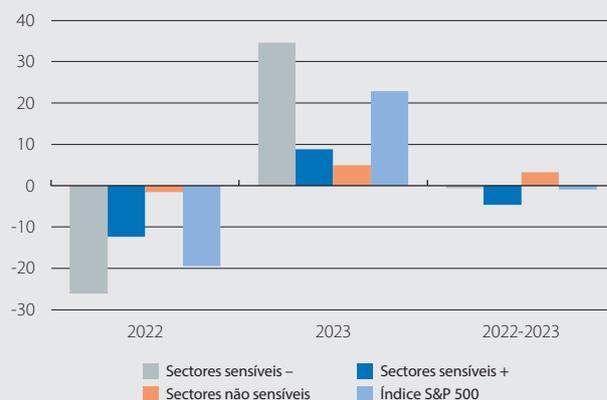
3. Quando, em novembro, os mercados assumiram o fim do ciclo de subida das taxas e alteraram as suas expectativas para esperar cortes nas taxas em 2024, os sectores de *utilities* e do imobiliário voltaram a reagir negativamente às taxas mais baixas esperadas, registando assim ganhos na última parte do ano, enquanto os sectores da tecnologia e do consumo prolongaram o seu avanço positivo.

4. Durante o ano, o S&P 500 acumulou 24%, enquanto o seu P/E subiu 15%, o que indica que 65% da sua valorização resulta de múltiplos e 35% do crescimento dos lucros.

5. O sector financeiro caiu 16% desde o seu pico em fevereiro até ao mínimo do ano em março. Entretanto, desde esse mínimo, já apagou as perdas e fechou o ano com uma subida de 10%.

### S&P 500: grupos de sensibilidade

Variação acumulada durante o ano (%)



**Nota:** A sensibilidade é identificada conforme descrito na nota de rodapé 1 no corpo do artigo.  
**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg (dados de 15 de dezembro de 2023).

### S&P 500: evolução dos índices selecionados

Índice (100 = 1 de janeiro de 2023)



**Nota:** \*As «Sete Magníficas» são: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

sentaram resultados mistos e refletiram principalmente o seu desempenho comercial até ao momento este ano. Feitas as contas, o impacto das recentes alterações da política monetária no mercado bolsista foi misto. Primeiro, a narrativa dominante foi a de uma política monetária mais restritiva, mas, mais tarde, uma confluência de fatores, incluindo a elevada concentração do índice numa mão-cheia de ações e o desempenho positivo face a uma conjuntura macroeconómica melhor do que o esperado, pesou contra o impacto mais direto da subida das taxas de juro.

**Taxas de juro (%)**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	4,50	4,50	0	200,0	200,0
Euribor 3 meses	3,91	3,96	-6	177,7	177,7
Euribor 12 meses	3,51	3,93	-41	22,2	22,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,26	3,43	-17	66,2	66,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,40	2,82	-41	-36,0	-36,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,02	2,45	-42	-54,7	-54,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,99	3,47	-48	-67,0	-67,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,66	3,14	-48	-93,0	-93,0
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	100,0	100,0
SOFR 3 meses	5,33	5,37	-4	74,4	74,4
Dívida pública a 1 ano	4,76	5,12	-36	7,5	7,5
Dívida pública a 2 anos	4,25	4,68	-43	-17,6	-17,6
Dívida pública a 10 anos	3,88	4,33	-45	0,4	0,4

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

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	68	-9	-32,0	-32,0
Itraxx Financeiro Sénior	67	78	-11	-32,3	-32,3
Itraxx Financeiro Subordinado	123	142	-20	-49,4	-49,4

**Taxas de câmbio**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,104	1,089	1,4	3,1	3,1
EUR/JPY (ienes por euro)	155,720	161,370	-3,5	10,9	10,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,863	0,5	-2,1	-2,1
USD/JPY (ienes por dólar)	141,040	148,200	-4,8	7,6	7,6

**Matérias-primas**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	510,3	529,9	-3,7	-8,0	-8,0
Brent (\$/barril)	77,0	82,8	-7,0	-10,3	-10,3
Ouro (\$/onça)	2.063,0	2.036,4	1,3	13,1	13,1

**Mercado Acionista**

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.769,8	4.567,8	4,4	24,2	24,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.521,4	4.382,5	3,2	19,2	19,2
Ibex 35 (Espanha)	10.102,1	10.058,2	0,4	22,8	22,8
PSI 20 (Portugal)	6.396,5	6.474,6	-1,2	11,7	11,7
Nikkei 225 (Japão)	33.464,2	33.486,9	-0,1	28,2	28,2
MSCI emergentes	1.023,7	987,1	3,7	7,0	7,0

## Melhor 2023 e pior 2024 para a economia internacional?

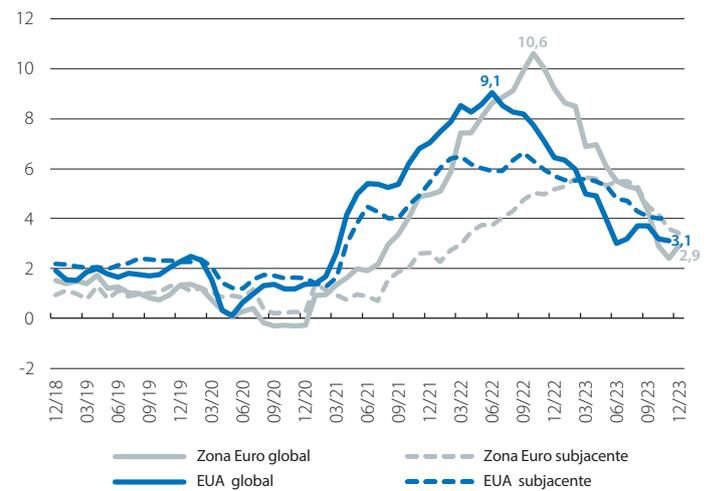
**Há um ano, falávamos de estagflação. E agora, a normalização?** No seguimento de um ano de 2023 misto entre as principais economias em termos de crescimento, os dados do quarto trimestre revelam um arrefecimento generalizado entre as maiores economias e apontam para uma aterragem da economia mundial nos próximos meses. Em contrapartida, a desinflação surpreendeu pela positiva nos últimos meses. Se, no final de 2022, a inflação global se situava em 9,2% na Zona Euro e em 6,4% nos EUA, a situação no final de 2023 é muito diferente. A inflação global na Zona Euro situou-se em 2,9% em dezembro, ajudada pelos efeitos de base da energia, mas com as componentes subjacentes também a desacelerarem. Nos EUA, a inflação global foi de 3,2% em novembro. Os próximos meses serão fundamentais para revelar até que ponto será tranquila a trajetória final para o objetivo de inflação de 2% e até que ponto será difícil a famosa aterragem das economias avançadas. Prevendo estas questões, nos últimos meses os mercados interpretaram os dados relativos à atividade e à inflação do 4T 2023 como um sinal de uma aterragem suave, levando os investidores a antecipar para a primavera o calendário previsto para os primeiros cortes das taxas da Fed e do BCE.

**A UE começa 2024 com reservas de gás cheias, preços da energia moderados... e o acordo sobre um novo quadro orçamental.** O cenário era determinado pela crise energética há um ano e, nessa altura, os contratos de futuros apontavam para preços do gás próximos ou superiores a 100 euros/MWh de forma persistente. Os preços, no entanto, abrandaram para 40-50 euros/MWh com relativa rapidez, pelo que, apesar de inicialmente se prever um crescimento do PIB da Zona Euro de cerca de 0,2% para 2023, este valor parece poder ser largamente ultrapassado. Não obstante, riscos como a fraqueza persistente da indústria europeia e a materialização do impacto da subida das taxas de juro foram alargados até 2024, altura em que prevemos que a Zona Euro cresça 0,7% (contra 1,6% há um ano). Noutra frente, a UE conseguiu chegar a acordo sobre novas regras fiscais. A UE-27 chegou a um acordo político no Conselho Europeu sobre a reforma das regras orçamentais pouco antes da pausa de Natal, que tem agora de ser negociada com o Parlamento Europeu. De acordo com as novas regras, mantêm-se os limites formais de 3% e 60% do PIB para o défice e a dívida pública, mas prevêem-se trajetórias de ajustamento orçamental «por medida» a nível nacional, concebidas em quatro anos, prorrogáveis até um máximo de sete anos. Este novo quadro orçamental, que não será vinculativo até aos orçamentos de 2025, prevê um período de transição até 2027 (destinado aos países com défices orçamentais superiores a 3,0% e que seriam automaticamente abrangidos pelo procedimento relativo aos défices excessivos) com a exclusão temporária do cálculo dos juros da dívida.

**O abrandamento da atividade no quarto trimestre antecipa um início de ano lento nas economias avançadas.** Os PMI de dezembro na Europa permaneceram na zona de contração (abaixo do limiar de 50 pontos) pelo sétimo mês consecutivo, refletindo a fraqueza persistente da indústria europeia e o esgotamento

### EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)

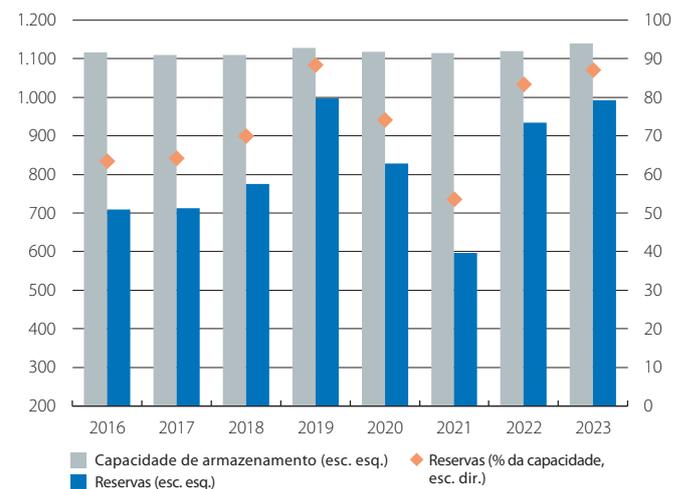


Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e do Bureau of Labor Statistics.

### UE-27: reservas de gás natural

Total (GWh)

(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Gas Infrastructure Europe.

### Zona Euro: sentimento económico e expectativas de emprego

Índice



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

progressivo da dinâmica cíclica no sector dos serviços. Quanto ao mercado de trabalho, este mantém-se sólido, com taxas de desemprego em mínimos históricos, embora os principais indicadores, como o índice de expectativas de emprego, apontem para um arrefecimento progressivo do mercado de trabalho nos próximos meses. Nos EUA, a atividade parece estar a abrandar em comparação com o terceiro trimestre, embora com taxas de crescimento do PIB ainda em níveis dinâmicos e próximas de 0,6% em termos trimestrais, conforme os *nowcastings* da Fed de Atlanta e de Nova Iorque, enquanto o mercado de trabalho apresentou uma dinâmica mista em dezembro (com uma criação de 216 mil postos de trabalho, forte e superior ao esperado, mas com a maioria dos empregos criados em sectores não cíclicos, como a educação e saúde e a administração pública).

**A economia mundial, entre o abrandamento das economias avançadas e a diminuição do poder de arrastamento da China.** Prevendo-se um abrandamento das economias avançadas em 2024, um outro motor da economia mundial parece também estar a perder força. Na fase pós-crise financeira que antecedeu a pandemia, a China compensou parcialmente o fraco desempenho das economias avançadas (que cresceram em média 1,0% no período 2008-2020, em comparação com um crescimento médio de 7,5% na China). Contudo, uma combinação de fatores internos e externos torna improvável um cenário em que o crescimento do gigante asiático se mantenha acima dos 5%. Algumas destas condicionantes foram postas em evidência em 2023, com o ajustamento das exportações e uma crise de confiança interna, agravada por um longo ajustamento do sector imobiliário. Para além disso, os problemas decorrentes do excesso de capacidade no sector transformador da China estão a tornar-se evidentes nos últimos meses. Os últimos dados sobre a confiança das empresas são um bom testemunho destas tendências. No que diz respeito ao PMI composto oficial, este caiu para 50,3 em dezembro, o nível mais baixo do ano e substancialmente abaixo da sua média histórica. Relativamente a cada componente, o PMI dos serviços manteve-se em 49,3 (o seu nível mais baixo desde a reabertura) e o PMI da construção subiu para 56,9, muito abaixo da média anterior à pandemia, o que indica uma ténue recuperação do sector. O PMI da indústria transformadora caiu de 49,4 para 49,0, devido a sinais de arrefecimento da procura externa e à queda dos preços no produtor.

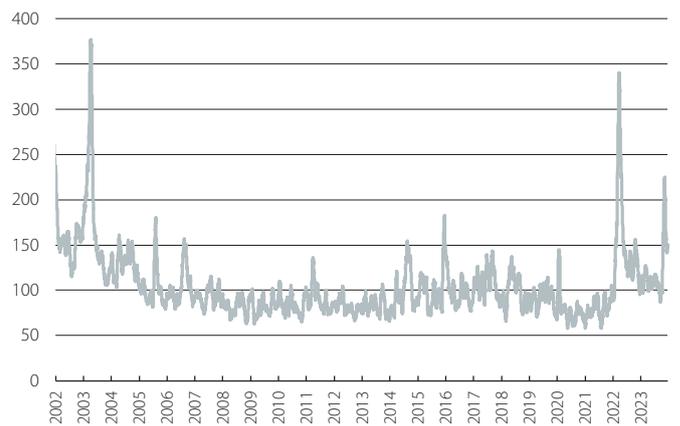
**O novo ano volta a ser marcado por tensões geopolíticas.** À guerra na Ucrânia juntou-se recentemente o reacender do conflito israelo-palestino e a guerra no Sudão, fazendo de 2023 um dos anos mais conflituosos desde a Segunda Guerra Mundial. Com o aumento dos conflitos e das despesas com a defesa e a degradação do papel das instituições multilaterais, em 2024 mais de metade da população mundial será chamada às urnas para eleições nacionais. Por sua vez, muitas destas escolhas podem afetar o atual equilíbrio geopolítico mundial. As eleições em Taiwan, na Índia e no Reino Unido não são os únicos fatores de instabilidade, mas também as eleições presidenciais nos EUA. O termo «polarização» foi escolhido em Espanha como a palavra do ano em 2023. O Dicionário Britânico Collins e o *The Economist* preferem expressões relacionadas com a inteligência artificial. Ambas as questões continuarão a estar no centro das atenções este ano.

**Global: PMI**  
Índice



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

**Global: risco geopolítico**  
Índice



Fonte: BPI Research, com base nos dados de Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, abril, 112(4), pp. 1.194-1.225 (dados descarregados de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>).

**Global: comprimento médio das cadeias de abastecimento mundiais**

2021 → 2023

	Distância do fornecedor original Número de intermediários					Distância do consumidor final Número de intermediários				
	~9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	~9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
EUA				→				→		
América do Norte (excl. EUA)			→					→		
China		→					→			
Europa			→					→		
Ásia-Pacífico (excl. China)		←						→		

Nota: Evolução da distância média entre o fornecedor original e o consumidor final (medida pelo número de fornecedores intermediários) entre 2021 e 2023, para cada região.  
Fonte: *The Economist* (baseado em Qiu, H. et al. (2023) «Mapping the realignment of global value chains»).

## Existem provas «precoces» de *de-risking*? (parte I): EUA e China

Os fluxos comerciais estagnaram praticamente a nível mundial desde 2008. Paralelamente, o aumento significativo das tensões comerciais entre países, principalmente a partir de 2018, e com o eixo dos EUA-China no epicentro, está a levar a um novo desenho dos fluxos comerciais. A questão fundamental é saber se, perante uma retórica e políticas mais centradas no reforço da «segurança económica», há provas de que os laços comerciais (ou «dependências») entre os principais blocos económicos têm vindo a diminuir sistematicamente.

### A importância do triângulo: da Grécia Antiga ao comércio internacional no século XXI

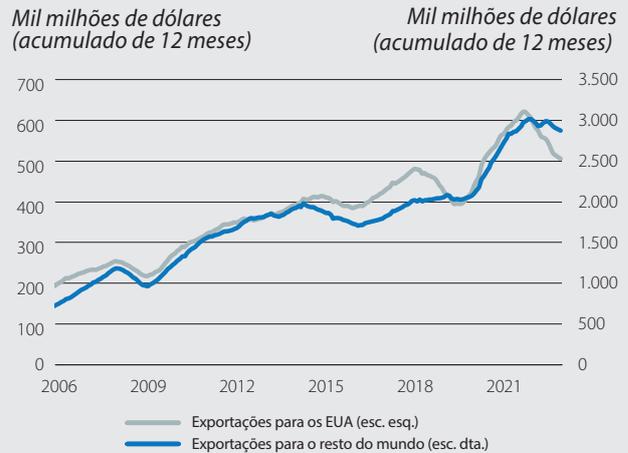
Desde o final de 2018, as exportações da China para os EUA têm oscilado, com contrações em 2019 e 2022-2023, mas tendo atingido máximos históricos pelo meio (ver primeiro gráfico). Não obstante, a China perdeu, desde 2018, quase 5 pontos percentuais na sua parte do total das importações dos EUA, enquanto as quotas de países como o México ou o Vietname, e mesmo a Zona Euro, aumentaram.

Entre 2018 e 2021, por exemplo, as exportações anuais do Vietname para os EUA mais do que duplicaram (e aumentaram em mais de 50 mil milhões de dólares por ano). Analisando a repartição por sectores, embora a proporção das exportações de produtos eletrónicos da China para os EUA tenha diminuído 2 pontos durante o período, a do Vietname nos EUA aumentou 13 pontos (ver primeiro quadro).<sup>1</sup> Entretanto, as exportações da China para o Vietname cresceram quase 70% (também cerca de 50 mil milhões de dólares por ano) e os fluxos no sector da eletrónica intensificaram-se em ambos os sentidos.

A análise do «triângulo comercial» entre estes países revela que, embora os laços comerciais diretos entre a China e os EUA tenham vindo a enfraquecer ao longo do período, os laços indiretos podem ter aumentado significativamente.<sup>2</sup> Se entendermos o objetivo do *de-risking* (ou minimização dos riscos nas cadeias de valor através da diversificação dos fluxos comerciais) como uma diminuição da dependência comercial efetiva entre países, e se esta depender dos laços comerciais diretos e indiretos, não é claro até que ponto se verificou efetivamente uma desvin-

1. Pelo contrário, entre 2018 e 2021, as exportações dos EUA para a China aumentaram quase 30% e para o Vietname 10%.  
2. Embora a China tenha perdido quota nas importações totais dos EUA, continua a ser o maior parceiro comercial dos EUA por importação, o que representa um quinto do total. Além disso, a China é também a principal fonte de importações do Vietname. Se, em 2018, 31% das importações totais de bens do Vietname provinham da China, em 2021 este valor atingiu 39%. O principal produto importado pelo Vietname são os circuitos integrados (12% do total das importações). Durante o ano de 2018, 23% dos circuitos integrados importados pelo Vietname provinham da China (contra 46% da Coreia do Sul e 6% dos EUA ou Japão). Em 2021, a quota da China aumentou para 33% (33% da Coreia do Sul, 7% do Japão e 4% dos EUA).

### China: exportações



Nota: São apresentados dados mensais.  
Fonte: BPI Research, com base em dados das Alfândegas da China, via Bloomberg.

culação a partir de 2018 entre os EUA e a China, e isto apesar do aumento significativo das barreiras aduaneiras entre os dois países.<sup>3</sup> Este facto é também demonstrado por um dos mais famosos teoremas da geometria euclidiana, atribuído ao filósofo e matemático grego Pitágoras no século VI a. C.: o quadrado do comprimento da hipotenusa é igual à soma dos quadrados dos comprimentos dos catetos.

### Fluxos comerciais entre a China, os EUA e o Vietname

Importações e exportações anuais (em milhões de dólares)

	2018	Δ%	2021
<b>China → EUA</b>	504.000	+5%	530.000
Eletrónica (26%)			Eletrónica (24%)
Maquinaria (22%)			Maquinaria (22%)
<b>EUA → China</b>	119.000	+27%	151.000
Transp. aeronáutico (14%)			Eletrónica (13%)
Eletrónica (11%)			Eq. ótico, fotog, etc. (11%)
<b>Vietname → EUA</b>	48.000	+106%	99.000
Eletrónica (21%)			Eletrónica (34%)
Acessórios de vestuário (17%)			Móveis e mobiliário (11%)
<b>EUA → Vietname</b>	10.000	+10%	11.000
Eletrónica (18%)			Eletrónica (21%)
Algodão (14%)			Algodão (9%)
<b>Vietname → China</b>	41.000	+41%	58.000
Eletrónica (48%)			Eletrónica (54%)
Frutas (7%)			Algodão (5%)
<b>China → Vietname</b>	77.000	+68%	129.000
Eletrónica (30%)			Eletrónica (36%)
Maquinaria (11%)			Maquinaria (11%)

Nota: Os dois sectores mais importantes (% do total) nos fluxos bilaterais entre países são apresentados para cada ano ao nível de desagregação de produtos HS2.  
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Observatório da Complexidade Económica (OEC) e o Comtrade.

### Alterações nos fluxos comerciais mundiais: uma geometria variável

Se, por um lado, a intensificação dos fluxos comerciais do Vietname com a China e os EUA terá compensado, pelo menos parcialmente, a relativa fraqueza dos fluxos diretos entre a China e os EUA, está ainda por verificar se estes desvios dos fluxos comerciais se estendem a outros países. No que se refere à região asiática e a outras grandes economias emergentes, durante o mesmo período, registou-se um crescimento mais rápido dos fluxos comerciais dos EUA com outros países da ASEAN (como a Indonésia, a Malásia ou a Tailândia), bem como com a Coreia do Sul ou Taiwan, todos com taxas de crescimento superiores a 30%. Os fluxos comerciais com a Índia também cresceram mais de 30%, enquanto os fluxos com o México ou o Brasil estagnaram entre 2018 e 2021.

As várias nuances destes casos ajudam a compreender os desafios e a complexidade do processo de *de-risking* entre grandes potências económicas. Podemos constatar, por um lado, que os EUA diminuíram as suas importações da China e aumentaram as de outros países, o facto de estes países terem aumentado as suas importações da China implica que não se pode concluir que os laços comerciais indiretos dos EUA com a China não aumentaram. Praticamente em todos os casos acima referidos, o crescimento das importações destes países provenientes da China quase igualou, ou mesmo excedeu, o crescimento das suas exportações para os EUA (ver segundo quadro). No caso da Índia, por outro lado, as suas exportações para os EUA cresceram 34% no período, enquanto as importações da China cresceram 24%, também não é evidente que este canal tenha conduzido a um *de-risking* da China por parte dos EUA. Em contrapartida, os fluxos anuais das exportações da Índia para os EUA são sete vezes mais baixos do que os da China para os EUA (e são ainda inferiores aos do Vietname para os EUA). No entanto, o padrão de especialização por sector na Índia e na China é muito diferente. Embora quase 50% das exportações da China para os EUA (e para a Índia) sejam do sector da eletrónica e maquinaria, as principais exportações da Índia para os EUA são as pedras preciosas (20%) e os produtos farmacêuticos (10%), e a eletrónica e a maquinaria representam, em conjunto, pouco mais de 10% do total.

3. Com o objetivo de identificar claramente as «dependências» entre as economias nas cadeias de valor globais, devem ser utilizados os dados sobre o valor acrescentado internacional, disponíveis, por exemplo, na base de dados TiVA da OCDE. Tais dados permitem identificar a origem real dos bens e serviços que chegam, são consumidos e exportados num determinado país, tendo em conta que os fluxos brutos de importações e exportações entre países incorporam conteúdos originários de múltiplas geografias. Dada a complexidade dos dados, estes são publicados com vários anos de atraso.

4. Ver, por exemplo, Utar, H., *et al.* (2023), «The US-China Trade War and the Relocation of Global Value Chains to Mexico», CESifo Working Paper n.º 10638. As barreiras pautais entre a China e os EUA estão a níveis três a seis vezes superiores aos observados até 2018, conforme o Peterson Institute of for International Economics (PIIE).

### Fluxos comerciais entre a China, os EUA e grandes economias emergentes

Importações e exportações anuais (em milhões de dólares)

	2018	Δ%	2021
<b>México → EUA</b>	<b>348.000</b>	<b>+4%</b>	<b>361.000</b>
Transp. terrestres (27%)			Transp. terrestres (24%)
Eletrónica (21%)			Eletrónica (21%)
<b>Índia → EUA</b>	<b>53.000</b>	<b>+34%</b>	<b>71.000</b>
Pedras preciosas... (21%)			Pedras preciosas... (21%)
Prod. farmacêuticos (11%)			Prod. farmacêuticos (11%)
<b>Indonésia → EUA</b>	<b>20.000</b>	<b>+30%</b>	<b>26.000</b>
Acess. vestuário não tecido. (12%)			Acessórios vestuário tec. (10%)
Acessórios vestuário tec. (11%)			Gorduras, óleos... (9%)
<b>China → México</b>	<b>64.000</b>	<b>+31%</b>	<b>84.000</b>
Eletrónica (37%)			Eletrónica (32%)
Maquinaria (23%)			Maquinaria (21%)
<b>China → Índia</b>	<b>76.000</b>	<b>+24%</b>	<b>94.000</b>
Eletrónica (30%)			Eletrónica (28%)
Maquinaria (18%)			Maquinaria (21%)
<b>China → Indonésia</b>	<b>45.000</b>	<b>+33%</b>	<b>60.000</b>
Eletrónica (21%)			Maquinaria (19%)
Maquinaria (19%)			Eletrónica (19%)

*Nota:* Os dois sectores mais importantes (% do total) nos fluxos bilaterais entre países são apresentados para cada ano ao nível de desagregação de produtos HS2.

*Fonte:* BPI Research, com base nos dados do Observatório da Complexidade Económica (OEC) e o Comtrade.

### Uma geopolítica mais multipolar e uma geoeconomia menos multilateral?

O recurso a políticas comerciais «defensivas», como as tarifas, de forma unilateral e como arma de negociação face aos parceiros comerciais, marcou a «primeira vaga» de tensões comerciais, com início em 2018.<sup>4</sup> Estas tensões conduziram a uma primeira reformulação das cadeias de valor mundiais. Embora se tenham verificado tendências de *friendshoring*, ou de deslocalização de partes das cadeias de valor para países «amigos» (quer para evitar custos aduaneiros, quer para se protegerem contra receios de uma maior deterioração geopolítica), os desvios de fluxos comerciais daí resultantes, bem como a crescente importância e especialização da China nas cadeias de valor globais, tornam difícil concluir que os laços comerciais EUA-China, se tornaram, de facto, menos importantes.

A viragem protecionista dos EUA, por outro lado, não só levou a uma degradação do multilateralismo (como demonstra, por exemplo, o bloqueio do órgão de recurso da OMC, o principal mecanismo de resolução de litígios comerciais entre países, desde 2017), mas também a que outros países alterassem as suas políticas comerciais. A que nova geoeconomia conduzirá a «segunda vaga» de tensões comerciais?

## Existem provas «precoces» de *de-risking*? (parte II): UE

De 2018 a 2021, tivemos uma primeira vaga de tensões comerciais num conflito centrado no eixo EUA-China. As importações da UE provenientes da China aumentaram quase 40% nesse período (ver primeiro quadro),<sup>1</sup> mas, desde 2021, as tensões agravaram-se, com a UE a tornar-se mais assertiva em relação à China, sobretudo após a invasão da Ucrânia pela Rússia.

### Como é que a UE se posiciona relativamente ao *de-risking*?

Em 2021, houve um recorde de 22% das importações de bens de fora da UE provenientes da China (cerca de 550 mil milhões de dólares), contra 18% entre 2015 e 2018. A quota da China nas importações da UE no sector da eletrónica atingiu 47% em 2021, contra 38% até 2018.

Neste mesmo período, não só o crescimento das importações da China ultrapassou o crescimento das importações dos outros grandes países emergentes e asiáticos (ver segundo quadro), como o crescimento das exportações da China para estes países aumentou significativamente.<sup>2</sup> Ou seja, a importância das relações comerciais diretas da UE com a China aumentou (ao contrário do que aconteceu entre os EUA e a China, no mesmo período), enquanto as ligações indiretas, através de outros países, também aumentaram, uma vez que estes também aumentaram a sua exposição à China.

Em contrapartida, na sequência de um período de forte expansão das importações europeias ao longo de 2022,

ano em que o total das importações extra-UE cresceu mais de 40% (mais de 30% provenientes da China), há alguns sinais de contração dos laços comerciais diretos entre o bloco europeu e o gigante asiático. As importações da UE provenientes da China deverão diminuir mais de 10%, em termos homólogos, em 2023 (ver gráfico).<sup>3</sup> Simultaneamente, as importações europeias provenientes dos EUA cresceram 7%, enquanto as de outros países asiáticos cresceram 3%.<sup>4</sup> Como resultado, desde 2021, a China perdeu 2 p. p. da sua parte no total das importações externas da UE, atingindo 20%, enquanto outros países asiáticos e os EUA ganharam quota e o comércio intra-UE reforçou-se.

### *De-risking* ou uma nova globalização «com características chinesas»?

Duas outras tendências marcaram também os últimos anos. Por um lado, à medida que se foi desenvolvendo e ganhando peso nas cadeias de valor globais, a China foi reduzindo a sua dependência económica do exterior, sobretudo em termos de bens e serviços produzidos nas economias mais avançadas.<sup>5</sup> Por outro, desde o final de 2019, o principal destino das exportações da China deixou de ser as economias avançadas. Com efeito, nos últimos anos, os destinos de crescimento mais rápido das exportações chinesas foram os BRICS, o resto da Ásia, o Médio Oriente e a África. As exportações da China para os países da ASEAN, por exemplo, registaram um crescimento de 70%, enquanto as exportações para as economias avançadas cresceram 20%.

### Fluxos comerciais entre a China e a UE

Importações e exportações anuais (em milhões de USD)

	2009	2012	2015	2018	2021
<b>China → UE</b>	<b>225.000</b>	<b>335.000</b>	<b>337.000</b>	<b>395.000</b>	<b>550.000</b>
Eletrónica (23%)	Eletrónica (23%)	Eletrónica (24%)	Eletrónica (24%)	Eletrónica (27%)	Eletrónica (27%)
Maquinaria (22%)	Maquinaria (23%)	Maquinaria (21%)	Maquinaria (22%)	Maquinaria (21%)	Maquinaria (21%)
Acess. vestuário não tecido. (6%)	Acess. vestuário não tecido. (5%)	Acess. vestuário não tecido. (5%)	Acess. vestuário não tecido. (4%)	Móveis e mobiliário (5%)	
<b>UE → China</b>	<b>109.000</b>	<b>166.000</b>	<b>158.000</b>	<b>218.000</b>	<b>261.000</b>
Maquinaria (29%)	Maquinaria (23%)	Maquinaria (21%)	Maquinaria (19%)	Maquinaria (17%)	Maquinaria (17%)
Eletrónica (15%)	Transp. terrestres (18%)	Transp. terrestres (16%)	Transp. terrestres (17%)	Transp. terrestres (15%)	
Transp. terrestres (10%)	Eletrónica (10%)	Eletrónica (11%)	Eletrónica (12%)	Eletrónica (14%)	

**Nota:** Os três sectores mais importantes (% do total) nos fluxos bilaterais entre países são apresentados para cada ano ao nível de desagregação de produtos HS2.

**Fonte:** BPI Research, com base nos dados do Observatório da Complexidade Económica (OEC) e da Comtrade.

1. Durante este período, as importações dos EUA provenientes da UE aumentaram 12% (para cerca de 450 mil milhões de dólares anuais). Ver também o Focus «Existem provas «precoces» de *de-risking*? (parte I): EUA e China», neste relatório.

2. O aumento das exportações da China para estes países, entre 2018 e 2021, ultrapassou em vários casos os 50% (Turquia, +52%; Vietname, +68%; Brasil, +50%, e Malásia, +54%).

3. As importações dos EUA provenientes da China estão a diminuir quase 20% no mesmo período.

4. É de salientar o crescimento das importações europeias provenientes da Coreia do Sul (+13%), de Taiwan (+7%), do Japão (+6%) e da Índia (+4%), enquanto as importações provenientes dos países da ASEAN diminuiriam ligeiramente (-1%), embora com diferenças entre países (da Malásia, -7%, do Vietname ou de Singapura, +3%). Relativamente a outras geografias, as importações dos Emirados Árabes Unidos (+38%) e do México (+12%) aumentaram, enquanto as importações da Rússia (-66%) e da Noruega (-15%) diminuiram.

5. Ver, por exemplo, o Focus «UE e China: mapas de uma interdependência estratégica II», no IM01/2023.

Porém, quer através de intervenções políticas diretas, quer através do receio das empresas de que a deterioração da situação geopolítica leve à utilização das «dependências económicas» como arma diplomática, será que a atual reformulação dos fluxos comerciais conduzirá a uma minimização dos riscos comerciais? Algumas nuances observadas nos últimos anos requerem prudência. De um lado, salientámos a importância de analisar as ligações comerciais (e de investimento) indiretas entre blocos, ou «portas das traseiras». <sup>6</sup> Em contrapartida, dada a magnitude dos desvios de fluxos comerciais observados nos últimos anos e o recrudescimento da incerteza comercial, é possível que nos próximos anos se assista a um aumento da complexidade das cadeias de valor globais, motivado por considerações geopolíticas. Tal resultaria provavelmente numa maior opacidade – e numa menor eficiência – dos processos de produção e em dependências económicas reais entre blocos.

Com ou sem o *de-risking* como resultado desta realocação de recursos, podemos estar a entrar numa nova era de (des)globalização «com características chinesas». <sup>7</sup> Por enquanto, assistimos a um reequilíbrio no sentido de uma economia global mais dominada por preocupações geopolíticas, com um papel mais ativo dos Estados através de políticas industriais, e a uma redefinição iminente das políticas comerciais e do consenso de comércio livre construído no pós-guerra. Inicialmente, observou-se uma predominância de políticas comerciais «defensivas», que se traduziram num aumento dos obstáculos aduaneiros e não aduaneiros, como as restrições à exportação ou os mecanismos de controlo dos investimentos. A fim de evitar uma fragmentação dispendiosa e desordenada entre blocos, é essencial que se prevejam políticas comerciais «ofensivas» <sup>8</sup> e uma compreensão pormenorizada das cadeias de valor mundiais. A União Europeia parece estar a dar alguns passos encorajadores nesta direção, como o demonstram os recentes debates (baseados numa visão mais pragmática das cadeias de valor) sobre áreas tecnológicas críticas e os progressos nos acordos comerciais com países como a Nova Zelândia, o Chile, o

6. Para uma análise recente e pormenorizada, ver, por exemplo, Alfaro, L. e Chor, D. (2023). «Global Supply Chains: The Looming 'Great Reallocation'», Working Paper 31.661 NBER Working Paper Series, NBER.

7. Após anos de liderança de Mao Zedong, Deng Xiaoping foi um dos grandes líderes reformistas que modernizou a economia chinesa a partir dos anos oitenta e integrou o país numa nova era de globalização. O conceito de «socialismo com características chinesas» foi uma das ideias fundamentais introduzidas por Xiaoping, com o objetivo de redefinir o equilíbrio entre uma economia dominada pelo Estado e o mundo capitalista para o qual se estava a abrir. Durante as décadas seguintes, a China tornou-se a segunda maior economia do mundo e o maior exportador de bens a nível global, tendo sido o principal motor da mais recente vaga de globalização.

8. As políticas comerciais «defensivas», como os direitos aduaneiros, as quotas ou as restrições às importações ou às exportações, contrastam com as políticas comerciais «ofensivas», como a celebração de acordos comerciais e de cooperação entre países.

### Fluxos comerciais entre a UE e as principais economias asiáticas e emergentes

Importações e exportações anuais (em milhões de dólares)

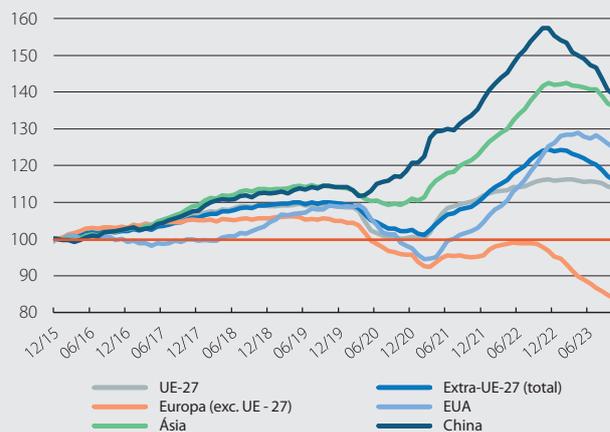
	2018	Δ%	2021
<b>Turquia → UE</b>	81.000	+21%	98.000
Transp. terrestres (24%)			Transp. terrestres (17%)
Maquinaria (11%)			Maquinaria (10%)
<b>Japão → UE</b>	74.000	-4%	71.000
Maquinaria (25%)			Maquinaria (24%)
Transp. terrestres (25%)			Transp. terrestres (22%)
<b>Coreia do Sul → UE</b>	56.000	+18%	66.000
Transp. terrestres (19%)			Eletrónica (18%)
Eletrónica (18%)			Transp. terrestres (17%)
<b>Índia → UE</b>	52.000	+17%	61.000
Combustíveis, etc. (13%)			Combustíveis, etc. (10%)
Maquinaria (8%)			Produtos químicos orgânicos (9%)
<b>Vietname → UE</b>	39.000	+15%	45.000
Eletrónica (40%)			Eletrónica (39%)
Calçado (12%)			Calçado (10%)
<b>Brasil → UE</b>	36.000	+6%	38.000
Minerais, etc. (15%)			Minerais, etc. (15%)
Prod. alimentícios (10%)			Combustíveis, etc. (14%)
<b>Malásia → UE</b>	27.000	+11%	30.000
Eletrónica (42%)			Eletrónica (40%)
Maquinaria (15%)			Gorduras, azeites, etc. (12%)

Nota: Os dois sectores mais importantes (% do total) nos fluxos bilaterais entre países são apresentados para cada ano ao nível de desagregação de produtos HS2.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Observatório da Complexidade Económica (OEC) e da Comtrade.

### UE-27: importações

Índice (100 = 2015)



Nota: São apresentados dados mensais.

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

Quênia, o México e a Índia. A construção de canais eficazes de diálogo entre os diferentes blocos não será menos importante neste processo: os EUA, a China e, num mundo mais multipolar, todos os outros.

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	10/23	11/23	12/23
<b>Atividade</b>									
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	5,8	3,3	2,2	3,3	5,2	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	99,1	101,0	110,7
Produção industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	–1,0	–0,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	46,7	46,7	47,4
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.359	1.560	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	307	304	303	302	302	320,3	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,7	3,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,3	60,4	60,1
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–2,9	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,2	3,1	...
Taxa de inflação núcleo	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,0	4,0	...

## JAPÃO

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	10/23	11/23	12/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,6	1,0	0,5	2,5	2,2	1,5	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	35,7	36,1	37,2
Produção industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–0,6	–1,4	...
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	2,5	2,5	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–4,0	–2,1	–1,9	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,3	2,9	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,0	3,8	...

## CHINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	10/23	11/23	12/23
<b>Atividade</b>									
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	10,7	4,2	7,6	10,1	...
Produção industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,6	6,6	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	49,5	49,4	49,0
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	681	899	899	948	946	900	873,8	871,0	...
Exportações	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–7,9	–1,4	...
Importações	30,0	0,7	–6,9	–7,2	–6,9	–8,5	3,0	–0,6	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	–0,2	–0,5	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	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	7,2	7,1

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

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

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	10/23	11/23	12/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	1,0	-2,8	-2,7	-1,9	-1,8	-0,9	-1,1	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,9	2,2	2,0	0,4	-1,2	-4,7	-6,7	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-17,8	-16,9	-15,0
Sentimento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,7	94,0	96,4
PMI indústrias	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,1	44,2	44,4
PMI serviços	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	47,8	48,7	48,8
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,5	...	1,6	1,6	1,3	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	7,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,5	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	3,1	...	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	...	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	7,8	7,9	7,7	7,6	7,8	...	...
<b>PIB real (variação homóloga)</b>	6,1	3,5	1,8	1,3	0,6	0,0	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	3,3	1,9	0,8	-0,2	0,1	-0,4	-	-	-
França (variação homóloga)	6,8	2,6	0,8	0,9	1,2	0,6	-	-	-
Itália (variação homóloga)	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,1	-	-	-

## 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	10/23	11/23	12/23
Inflação global	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	2,9	2,4	2,9
Inflação subjacente	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	4,2	3,6	3,4

## 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	10/23	11/23	12/23
<b>Balança corrente</b>	3,1	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	2,0	3,8	...	...
Alemanha	7,7	4,4	4,4	4,6	5,3	8,6	13,3	...	...
França	0,4	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	-2,0	-3,2	...	...
Itália	2,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	0,2	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,3	90,9	91,9	93,4	94,6	95,9	95,0	95,3	94,9

## 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	10/23	11/23	12/23
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	3,5	6,7	7,8	5,7	3,9	1,0	-0,3	0,0	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,0	0,6	0,5	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,2	5,1	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,3	2,0	2,9	3,7	4,3	4,7	4,8	4,9	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à ordem	12,8	6,3	1,4	-3,9	-8,1	-11,3	-11,5	-10,9	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	21,4	20,8	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	7,5	19,4	22,0	20,5	22,9	17,9	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	1,1	1,9	2,5	3,0	3,3	3,3	...

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

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

## Novo ano arranca com incertezas, mas não isento de bons sinais

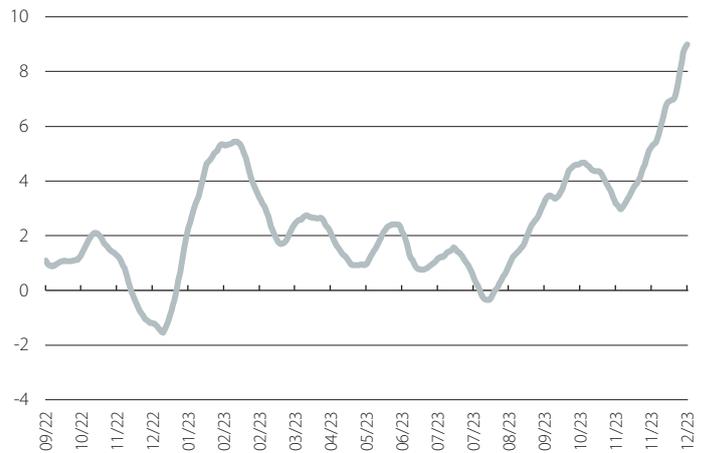
No final do ano, os indicadores revelaram tendência de recuperação. A seis dias do final do 4T, o indicador diário de atividade indicava crescimento homólogo da atividade ligeiramente acima de 6% (próximo de 2% no 3T). Do lado da procura, os indicadores relativos ao consumo aceleraram no final do ano: as vendas a retalho sem combustíveis aumentaram 2,3% em novembro e as vendas de carros aceleraram no final do ano, contribuindo para que, no conjunto do 4T, registassem um avanço de 7,9%. Este movimento foi acompanhado pela melhoria do sentimento das famílias, via comportamento mais benigno da inflação com impacto positivo no rendimento. O setor do turismo, medido pelo número de voos e pelas compras realizadas com cartões de não residentes, apresenta evoluções favoráveis. Os primeiros cresceram 7,2% homólogo no 4T e os segundos aceleraram nos meses de outubro e novembro face ao 3T, sugerindo que o setor continuará a contribuir para o reforço da capacidade de financiamento da economia face ao exterior (2,7% do PIB no 3T, o nível mais elevado desde 2013). Finalmente, o consumo de eletricidade, corrigido dos efeitos de temperatura e dias úteis, acelerou nos últimos 3 meses do ano, colocando o crescimento trimestral acima de 3,5%. Estes dados dão suporte a que, no 4T, a economia possa ter registado crescimento em cadeia em torno de 0,3%, o que, a ocorrer, colocará o crescimento anual em 2,2%, em linha com a nossa previsão de um crescimento acima de 2%. 2024 inicia com alguns fatores de incerteza, mas também com alguns fatores de suporte, nomeadamente a recuperação da taxa de poupança das famílias (6,6% do RD no 3T), a melhoria do rendimento das famílias associado ao alívio do IRS, estabilização dos custos de financiamento sinalizando o fim do ciclo de subida de taxas na UEM e possibilidade de aceleração na execução do PRR, na medida em que, nos últimos dias de 2023, Portugal recebeu a quase totalidade das 2 tranches planeadas para 2023.

**Inflação com descida generalizada.** A estimativa rápida do IPC de dezembro foi de 1,4% (1,5% em novembro), situando a inflação média de 2023 em 4,3%, 0,3 p. p. menos que a nossa previsão (4,6%). É o segundo mês com inflação inferior à referência dos 2% e em dezembro este movimento de moderação foi até mais transversal, em virtude das descidas mensais de preços nos principais agregados do cabaz. A saber: produtos energéticos (-2,17%); produtos alimentares não transformados (-0,93%); produtos alimentares transformados (-0,26%); e subjacente (-0,23%). Olhando já para 2024, a nossa previsão para a inflação média situa-se nos 2,4%. Por um lado, no início do ano teremos o efeito sazonal dos saldos. Por outro, o fim da medida do «IVA Zero» e aumentos já anunciados nas rendas habitacionais, mercado regulado de eletricidade e em alguns serviços como as telecomunicações. Assim, no início do ano antevemos uma maior estabilização da inflação, sendo previsível que venhamos a ajustar a nossa previsão para a inflação média nos primeiros meses deste ano.

**Mercado de trabalho sinaliza lenta pioria.** O desemprego registado nos centros de emprego aumentou em novembro pelo quinto mês consecutivo, ainda que se mantenha em níveis historicamente baixos (+3,0% em cadeia; +5,3% homólogo), atingindo o valor mais elevado desde fevereiro de 2023. O aumento mensal do desemprego é principalmente justificado por dois sectores, alojamento & restauração e as atividades imobiliárias, administrativas & serviços de apoio. As ofertas de emprego registadas nos centros de emprego também evoluem desfavoravelmente (-11,1% em cadeia, -17% homólogo), cerca de 13.240 ofertas de emprego (face a mais de 18.000 em média nos meses de novembro dos cinco anos pré-pandemia). De igual modo, os números do *layoff* continuam a sur-

### Indicador diário de atividade: média móvel mensal

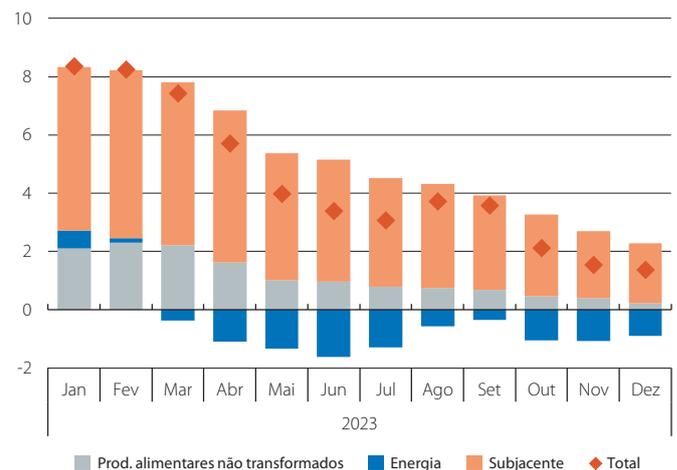
Taxa de variação (%)



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

### IPC: contributo para a variação homóloga

(%)



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

### Desemprego registado nos centros de emprego

(Mil indivíduos)



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

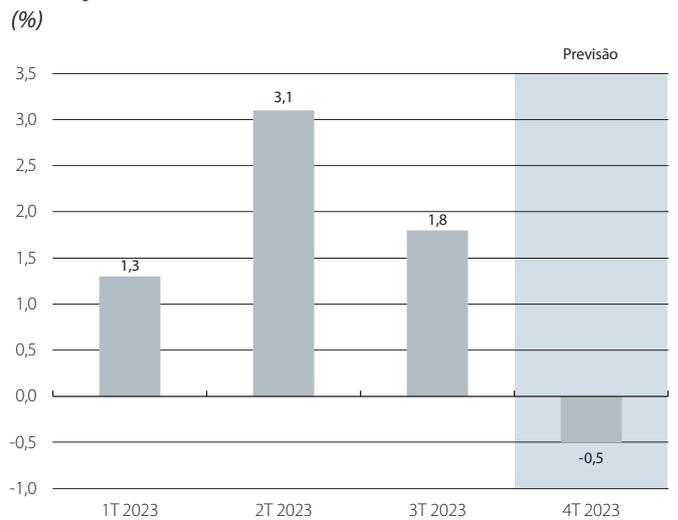
prender pela negativa: +51% em novembro (132% homólogo), o que, apesar de não ser um valor muito expressivo (representa cerca de 0,3% da população empregada), não deixa de ser um sinal de alerta. No mesmo sentido, o número de prestações de subsídio de desemprego aumentou 3,9% em novembro (+8,1% homólogo), enquanto o número de despedimentos coletivos cresceu 10,6% homólogo no acumulado dos primeiros 11 meses do ano.

**Dado do 3T 2023 prolonga valorização do Índice de Preços da Habitação (IPH).** Com efeito, os preços evoluíram de forma consistente, 1,8% em cadeia e 7,8% homólogo; mas em termos mais moderados do que no segundo trimestre. As transações também aumentaram em cadeia (+2%), motivadas pelo incremento de vendas de imóveis novos (+12%) e ligeiro recuo nos usados (-1%), embora os últimos continuem a representar quase 80% das transações. Com este dado, continuamos a esperar uma valorização média no preço das casas em 2023 acima de 7%, mas abaixo de 10%, e mais fraca face aos últimos anos. Os dados que temos do 4T apontam para sustentação no número de transações, mas variações mensais negativas na avaliação bancária de imóveis em outubro e novembro. A última vez em que se registou algo semelhante foi em finais de 2014 e coincidiu com recuo em cadeia do IPH (-0,3%). Teremos de esperar por finais de março para validar este comportamento.

**As contas públicas seguem em terreno positivo e sem percalços.** A execução orçamental em contabilidade pública revela um excedente orçamental de 2,7% do PIB até novembro (excluindo a transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA). A receita continua a evoluir de forma muito positiva (+10,4% homólogo), maioritariamente explicado pela receita fiscal e contributiva, enquanto a despesa aumentou em menor dimensão (+5,8%), com especial destaque para o aumento das despesas com pessoal e transferências correntes. Os encargos com juros também aumentaram, refletindo, essencialmente, o aumento das subscrições de Certificados de Aforro (um aumento de quase 500 milhões de euros face a igual período de 2022). Entretanto, a dívida pública diminuiu em cadeia em novembro pelo quarto mês consecutivo, atingindo o nível mais baixo desde novembro 2020. Em percentagem do PIB, estimamos que o rácio tenha ficado em 102% em novembro, abaixo do esperado pelo Governo para o final do ano (103%). Neste contexto, não é improvável que haja uma surpresa positiva e que o rácio de dívida pública caia para níveis mais próximos dos 100% do PIB. Isto poderia ser conseguido reduzindo a almofada de liquidez (que, em novembro, representava cerca de 6% do PIB) e de forma análoga ao que tem acontecido nos últimos meses.

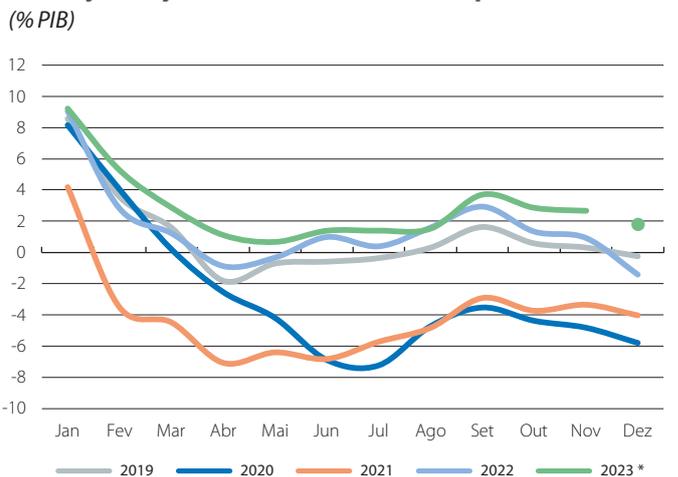
**O agravamento das taxas de juro continua sem impactos expressivos nos níveis de incumprimento.** De facto, o rácio de NPLs do sector privado não financeiro diminuiu 0,3 p. p., para 3,6% no 3T 2023, uma redução explicada pela melhoria do rácio afeto a Particulares e a SNF. Apesar do montante de empréstimos *non-performing* relativos a crédito a habitação terem aumentado pelo terceiro trimestre consecutivo, continuam abaixo do registado antes da pandemia (-45%). De igual modo, os empréstimos vencidos continuam a reduzir em termos homólogos em todos os segmentos de crédito, ainda que tenham aumentado em cadeia em outubro e novembro, mas mantendo-se próximos dos valores mínimos históricos, reflexo da solidez demonstrada pelas famílias e empresas para lidar com o recente aumento acentuado das taxas de juro. Entretanto, a taxa de juro implícita do crédito à habitação continua a aumentar, mas a um ritmo substancialmente inferior: em novembro, fixou-se em 4,52%, de acordo com o INE, o valor mais elevado desde março de 2009 e quase o triplo de há um ano atrás (1,60%). Neste contexto, a carteira de crédito ao sector privado não financeiro caiu 2,0% homólogo em novembro, um comportamento transversal aos vários segmentos de crédito, exceto a carteira de crédito ao consumo, que mantém uma trajetória positiva.

**Variação trimestral do IPH**



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

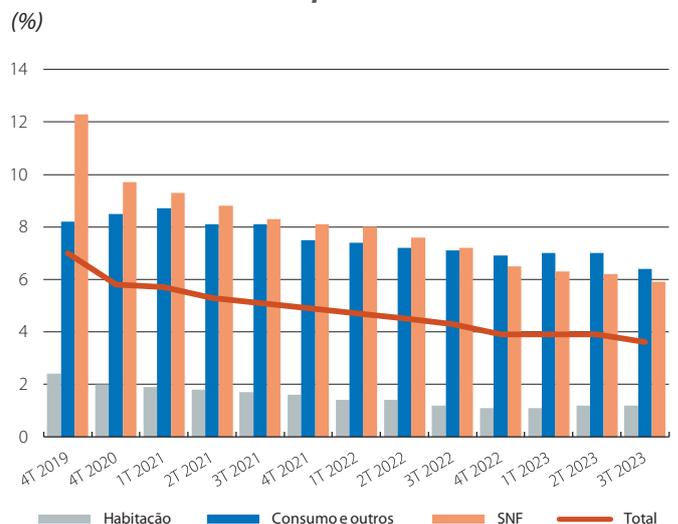
**Execução orçamental (contabilidade pública)**



Nota: \* Corrigido da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA. O ponto representa a estimativa do Governo para o final do ano.

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

**Rácio de NPLs do sector privado não financeiro**



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

## Turismo português em época alta: entre recordes e recuos

Nos três anos anteriores à pandemia as dormidas no terceiro trimestre representavam em média perto de 40% das dormidas anuais. Assim, a ultrapassagem ou não dos níveis pré-pandemia no turismo nacional em 2023 depende em boa medida do desempenho neste período.<sup>1</sup> É o desempenho do turismo português no (e até ao) terceiro trimestre, nas suas diversas nuances, que pretendemos abordar neste artigo.

Olhando em primeira instância para o número de hóspedes nos estabelecimentos de alojamento turístico (i.e., número de turistas), até setembro de 2023 o nível pré-pandemia já fora confortavelmente ultrapassado quer para os turistas residentes quer para os não residentes (ver primeiro gráfico). Foram mais de 23 milhões de turistas, colocando a previsão do BPI Research para o número de 2023 (29,8 milhões de hóspedes, 12% acima do nível de 2019) em terreno perfeitamente alcançável; bastando para isso que o desempenho no último trimestre seja em linha com o que se passou em 2022.

Situando o foco em particular no terceiro trimestre de 2023, um dado salta à vista: em agosto registou-se o número mensal recorde de dormidas em hotéis portugueses – superaram os 10 milhões. Não obstante estas cifras auspiciosas, se compararmos os números deste período com o homólogo de 2022, não podemos estar otimistas em toda a linha. Em particular no que diz respeito ao turismo de residentes, tendo em conta que o seu número estagnou comparativamente ao ano anterior, e, inclusivamente, as dormidas recuaram 4%.

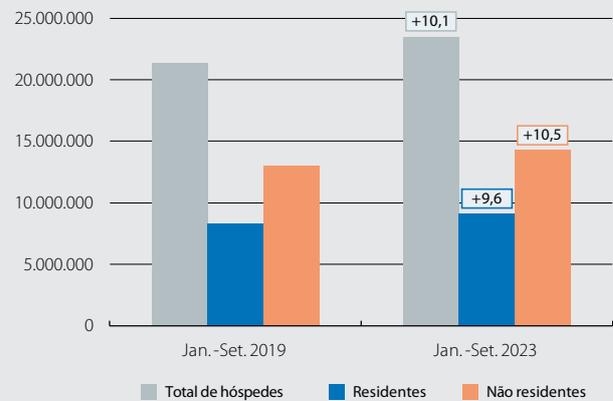
No entanto, é preciso desmontar estes números. Em primeiro lugar há nas cifras do turismo de residentes do 3T 2023 um certo efeito de base: no 3T 2022 os hóspedes residentes já tinham ultrapassado o pré-pandemia, mas isso não acontecia ainda com os não residentes. Ou seja, como o ritmo de recuperação de hóspedes não residentes foi mais tardio, é natural que as taxas de crescimento em 2023 sejam superiores comparativamente aos hóspedes residentes. Em segundo lugar, as dormidas de residentes ainda assim são superiores ao pré-pandemia (em 6%), portanto, em níveis elevados. Por último, quando vemos o detalhe por regiões desta quebra de dormidas face ao 3T 2022 verificamos que a mesma não foi transversal a todas as regiões do país – Centro, Alentejo e Norte registaram um número superior de dormidas, enquanto a RA Açores, AM Lisboa, RA Madeira e Algarve foram as regiões com quebras (terceiro gráfico). Ademais, é o recuo de dormidas no Algarve que explica em boa medida a quebra, com menos 359 mil dormidas (explica quase 90% da quebra).

Esta partição de desempenhos distintos por região dá-nos pistas adicionais para compreender a quebra de dormidas de residentes no 3T 2023 e definir uma tendência mais global em curso. Na nossa ótica, por detrás da quebra e do comportamento assimétrico entre regiões existem fatores comportamentais e fatores financeiros.

1. À data em que escrevemos ainda não são conhecidos os dados do turismo para a globalidade do ano.

### Número de hóspedes

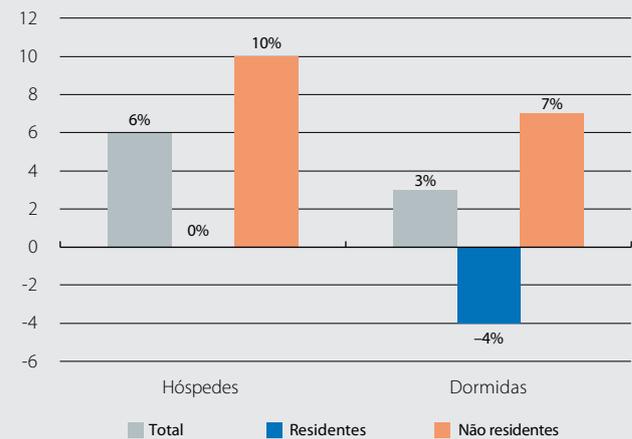
Comparação YTD Set. 2023 vs Set. 2019



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

### Hóspedes e dormidas

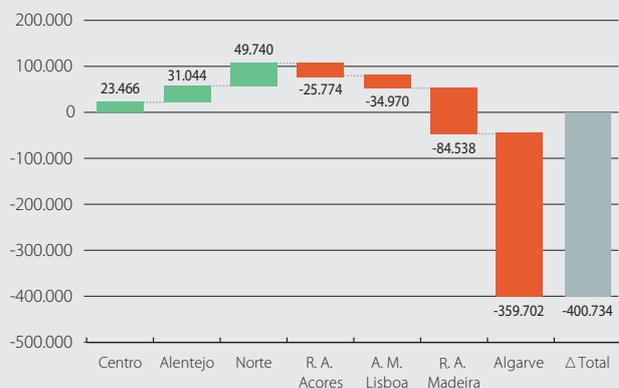
Variação 3T 2023 vs 3T 2022



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

### Variação das dormidas de residentes por região: 3T 2023 vs 3T 2022

Número



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

Em termos comportamentais, acreditamos que existe o prolongar de um movimento de desenvolvimento do turismo no espaço rural e de habitação, que continua a crescer e consolidar-se e que foi potenciado pela pandemia, numa altura em que se buscava maior isolamento social. Isto parece ser corroborado pelo facto de os proveitos neste tipo de alojamentos terem aumentado no 3T 2023 face ao 3T 2022, e as regiões em que as dormidas cresceram terem uma maior representatividade deste turismo (por serem regiões mais interiores do país). Em termos financeiros, é de notar que o RevPar do 3T 2023 das regiões onde as dormidas cresceram (64,8 euros) é significativamente mais baixo que o RevPar das regiões onde as dormidas quebraram (109,6 euros). Isto, juntamente com o incremento dos proveitos do alojamento local, sinalizará um virar dos turistas nacionais para opções mais baratas ou, em alguns casos, mantendo os destinos e hotéis, mas reduzindo a duração da estadia. De facto, o Algarve, registou em agosto de 2023 o RevPar mais elevado que há registo nas estatísticas do turismo nacional: 157,9 euros.<sup>2</sup> Ou seja, o número de dormidas de residentes nesta região encolheu, mas os operadores hoteleiros não sentiram necessidade de baixar preços pela via do *trade-off* entre hóspedes nacionais e estrangeiros, posicionando-se em segmentos mais elevados.

Além do que destacámos nos parágrafos anteriores, podemos colocar a hipótese de desvio de turistas residentes durante o 3T para destinos no estrangeiro por substituição de férias em Portugal. Para tentar abordar esta questão analisámos a balança de pagamentos de viagens e turismo com a finalidade de perceber qual foi o ritmo de crescimento de exportações e importações destes serviços. De facto, há dados que sugerem que isso possa ter acontecido (embora não tenhamos o detalhe destes pagamentos com periodicidade mensal para todos os países e estes valores sejam a preços correntes). Além do crescimento global das importações face ao 3T 2022 (12,1%) ter sido superior ao das exportações (11,8%), isso ficou mais visível quando analisámos algumas geografias em particular. Nomeadamente, Espanha (país geográfica e culturalmente próximo, com uma oferta muito alargada de destinos de praia e mais competitivo no que ao preço diz respeito)<sup>3</sup> e o continente Africano (pensamos em países como Marrocos, Tunísia, e Cabo Verde, por exemplo). Como podemos ver no quarto gráfico, nestas geografias fica bem patente o ritmo de crescimento mais forte das importações, dando alguma força à tese de desvio (pelo menos de parte) das dormidas feitas por residentes em 2022 em Portugal para dormidas feitas no exterior.

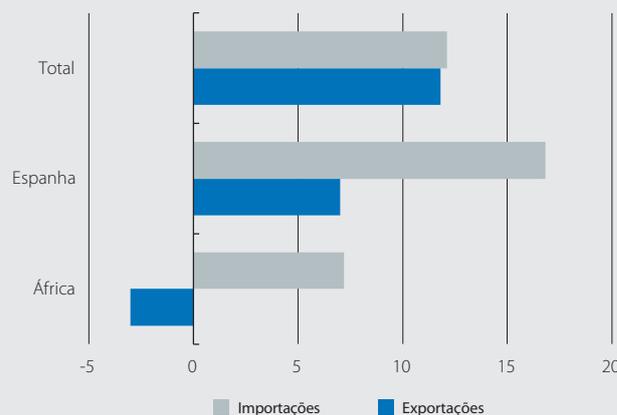
Apesar de isto poder significar uma menor acessibilidade dos turistas portugueses a fazer férias em determinados hotéis e regiões, para o setor o balanço é definitivamente

2. O Revpar médio entre junho e agosto no algarve foi de 124,7 euros (92,8 euros) no total do país) e cresceu 5% yoy. Na Europa, o RevPAR médio para o mesmo período do ano foi 117 euros (dados do site especializado airdna.co). A isto não será indiferente o facto da taxa de ocupação em Portugal ter sido a mais elevada da Europa no verão, também de acordo com o AirDNA.

3. Ver Travel & Tourism Development Index elaborado pelo World Economic Forum.

## Balança de pagamentos de viagens & turismo

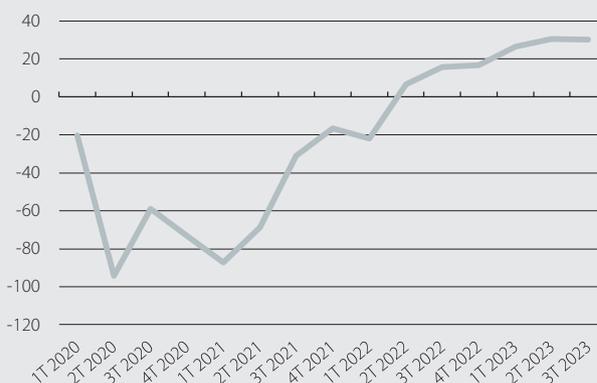
Varição 3T 2023 vs 3T 2022 (%)



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

## Proveitos em estabelecimentos de alojamento turístico

Varição face ao trimestre homólogo de 2019 (%)



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

positivo. Senão vejamos os proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico no 3T 2023: em termos reais (deflacionados pelo IPC), foram superiores em 30% face ao trimestre homólogo de 2019 (último gráfico) e 13% superiores face ao trimestre homólogo de 2022. Ou seja, os proveitos crescem mais do que os hóspedes, logo, há mais valor acrescentado. Além disso, no caso do Algarve, com uma taxa média de ocupação-cama ligeiramente mais baixa no terceiro trimestre deste ano, é possível prestar um melhor serviço com os mesmos recursos, proporcionando uma experiência mais satisfatória aos hóspedes e aumentando as probabilidades de um retorno. Por fim, salientar as expressivas taxas de crescimento de turistas provenientes dos EUA<sup>4</sup> (+62% face ao 3T 2019), Canadá (+49%) e Suíça (+27%).

Para 2024 esperamos crescimento do setor, mas condicionado (entre outras razões) pelo abrandamento da atividade económica. Será um tema a rever nos próximos meses.

Tiago Bejejo Correia

4. A este propósito ler o Focus «Back to the future: a nova vaga de turistas dos EUA» no relatório IM07 de 2023.

## PRR: como terminou 2023

Os ajustes na distribuição pelos vários países dos fundos do NGEU, em função do crescimento acumulado do PIB real em 2020-21 previstos no Regulamento do Mecanismo de Recuperação e Resiliência, no caso português, refletiram-se no incremento dos fundos atribuídos sob forma de subvenções em 1,6 mil milhões de euros. A este valor acrescem i) 3,2 mil milhões de euros sob a forma de empréstimos, pedidos pelo Governo em maio 2023 para atualização do PRR; ii) os fundos relativos ao REPowerEU (704 milhões de euros) e iii) os 81 milhões de euros relativos à Reserva de Ajustamento ao Brexit. Conjuntamente estes fundos representam um acréscimo de 5,6 mil milhões de euros ao PRR inicial, dos quais cerca de 2,4 mil milhões de euros a fundo perdido e 3,2 mil milhões de euros em empréstimos, elevando os fundos disponíveis para 22,2 mil milhões de euros. A reprogramação implica a realização de mais 12 reformas e de mais 34 investimentos face ao original, para um total de 44 e 117, respetivamente.

Este montante adicional foi redistribuído pelas três dimensões – resiliência, transição climática e transição digital –, mas em termos proporcionais, o reforço das duas primeiras foi mais significativo, destacando-se na dimensão resiliência o reforço das componentes capitalização e inovação empresarial e qualificações e competências, que visam o incremento da competitividade e resiliência da economia. Também importante é o facto de a reprogramação do PRR incluir mais uma componente, cuja finalidade é a implementação do programa REPower EU,<sup>1</sup> reforçando os investimentos na poupança de energia, na diversificação e aprovisionamento de energia e no desenvolvimento de energias renováveis.

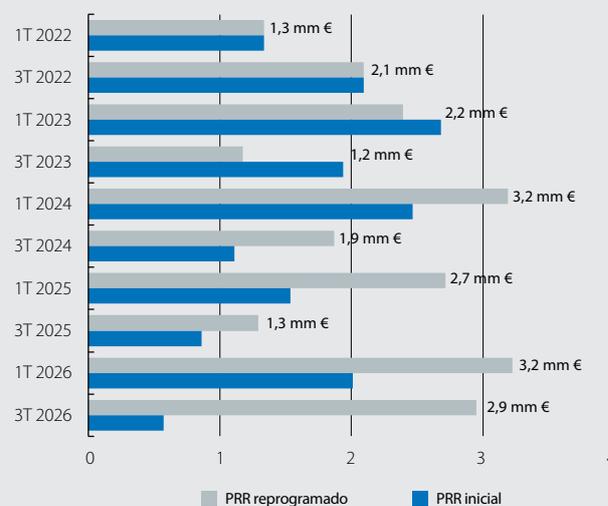
Houve também um ajuste nos montantes das tranches a serem desembolsadas ao longo do programa. Enquanto que no programa inicial, cerca de 70% dos fundos estavam programados para serem desembolsados até ao final de 2024, no novo programa, apenas é expectável que Portugal venha a receber 54% do novo pacote, o que representa o adiamento de uma parcela importante dos fundos a receber para os últimos anos do programa.

Até ao final de 2023, Portugal recebeu 7.772 milhões de euros, equivalente a cerca de 35% do total do pacote.

Relativamente à execução dos fundos, verificam-se elevados níveis de contratação e aprovação de projetos, mas ainda um baixo grau de execução dos fundos. Até 13 de dezembro, os projetos aprovados ascendiam a 15.369 milhões de euros, mas os montantes pagos aos beneficiá-

1. O Programa REPower visa: i) reduzir a dependência da Europa da importação de gás, petróleo e carvão da Rússia; ii) reforçar a autonomia energética através da transição para energias limpas, ie, reduzir em pelo menos 55% as emissões líquidas de gases com efeito estufa até 2023 e atingir a neutralidade carbónica em 2050.

## Desembolsos previstos ao longo do programa



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

rios ascendiam a 3.134 milhões, ou seja, apenas 20% do já aprovado. A dimensão transição digital é a que apresenta maior taxa de pagamento face aos projetos já aprovados, refletindo os investimentos já executados nas escolas e no âmbito do setor público. Na dimensão resiliência, destacam-se as componentes relacionadas com as qualificações e desenvolvimento empresarial.

Para 2024, permanece o desafio de aceleração na execução dos fundos já recebidos e dos que se esperam receber de acordo com a nova reprogramação: 5,1 mil milhões de euros e 800 milhões relativos às tranches de 2023 e que ficaram retidos por não cumprimento de todas as reformas concordadas com a Comissão Europeia.

### Programa de recuperação e resiliência: atualização e implementação por dimensão e componente

Situação a 13/12/2023

Dimensão	Componente	Valor inicial	% do total	Novo valor	% do total	Varição	Aprovado	Pago	Taxa de pagamento face ao aprovado
<b>Resiliência</b>		11.125	67	15.092	68	3.967	10.379	1.979	19
<b>Transição climática</b>		3.059	18	4.405	20	1.346	2.777	502	18
<b>Transição digital</b>		2.460	15	2.719	12	259	2.190	635	29
Resiliência	C01 Serviço Nacional de Saúde	1.383	8	1.745	8	362	1.043	203	19
	C02 Habitação	2.733	16	3.226	15	493	1.940	286	15
	C03 Respostas sociais	833	5	1.045	5	212	699	98	14
	C04 Cultura	243	1	319	1	76	225	35	16
	C05 Capitalização e inovação empresarial	2.914	18	4.912	22	1.998	4.171	848	20
	C06 Qualificações e competências	1.324	8	1.979	9	655	908	269	30
	C07 Infra-estruturas	690	4	790	4	100	690	119	17
	C08 Silvicultura	615	4	615	3	-	337	86	26
	C09 Gestão da água	390	2	461	2	71	365	52	14
Transição climática	C10 Mar	252	2	389	2	137	253	41	16
	C11 Descarbonização da indústria	715	4	737	3	22	630	97	15
	C12 Bioeconomia sustentável	145	1	145	1	-	138	22	16
	C13 Eficiência energética nos edifícios	610	4	610	3	-	343	151	44
	C14 Hidrogénio e energias renováveis	370	2	406	2	36	287	49	17
	C15 Mobilidade sustentável	967	6	1.263	6	296	1.016	142	14
Transição digital	C16 Empresas 4.0	650	4	763	3	113	399	67	17
	C17 Qualidade e sustentabilidade das finanças públicas	406	2	406	2	-	406	95	23
	C18 Justiça económica e ambiente empresarial	267	2	267	1	0	267	48	18
	C19 Administração pública - digitalização, interoperabilidade e cibersegurança	578	3	678	3	100	559	142	25
	C20 Escolas digitais	559	3	605	3	46	559	283	51
C21 REPower		0	855	4	855	110	0	0	
<b>Total</b>		16.644		22.216		5.572	15.345	3.133	20

Fonte: Banco BPI com base em dados de Recuperar Portugal.

Teresa Gil Pinheiro

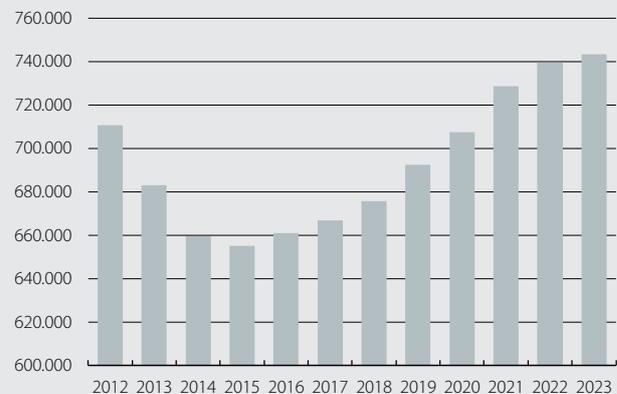
## Emprego nas Administrações Públicas: que alterações houve na última década?

O número de pessoas empregadas nas Administrações Públicas tem vindo a aumentar desde 2016, tendo superado os 745.000 indivíduos na primeira metade de 2022.<sup>1</sup> Apesar da recente diminuição, para níveis em torno dos 743.000 nos primeiros nove meses de 2023, o número de funcionários públicos está acima do registado há 10 anos atrás; mais concretamente, existem, atualmente, mais 60.000 funcionários públicos do que em 2013. No entanto, a proporção do emprego público no total da população empregada até diminuiu neste período (de 16,5% para cerca de 15% em 2023). Este peso compara com níveis muito superiores no caso dos países nórdicos, como a Suécia, em que o emprego público atinge níveis perto dos 30% e, por outro lado, com o peso bastante mais residual em países como o Japão, abaixo dos 5%.

O emprego público é caracterizado pelo maior número de mulheres (62%, face a 59% em 2013), percentagem superior ao registado no total da população empregada em Portugal (50%). Adicionalmente, o emprego no sector público é mais envelhecido do que no conjunto da população empregada e esta estrutura agravou-se nos últimos 10 anos. Mais concretamente, os indivíduos com idade superior a 55 anos passaram de representar cerca de 19% do emprego público no final de 2013, para representar cerca de 32% no final de 2022, um comportamento que também ocorreu no conjunto do emprego da economia, mas de forma menos expressiva (de 17% para 24%). O envelhecimento dos empregados no setor público é agravado pela menor prevalência de indivíduos mais jovens: analisando os indivíduos com menos de 34 anos, a redução foi de 4 p. p., para cerca de 13% do emprego público em 10 anos, em linha com o que ocorreu no conjunto do emprego, ainda que, neste último caso, os mais jovens representem uma proporção mais elevada (em torno de 25%). De facto, o emprego dos mais jovens no sector público caiu cerca de 15% nos últimos 10 anos, contrastando com o crescimento superior a 2% no emprego total. Neste contexto, a idade média estimada na função pública era de 48,1 anos no final de 2022 (44,8 anos no final de 2013), superior aos 44,2 anos para o conjunto da população empregada (menos 2,8 anos em 10 anos),<sup>2</sup> um claro sinal do envelhecimento dos trabalhadores na função pública e da dificuldade do sector público em atrair talento mais jovem.

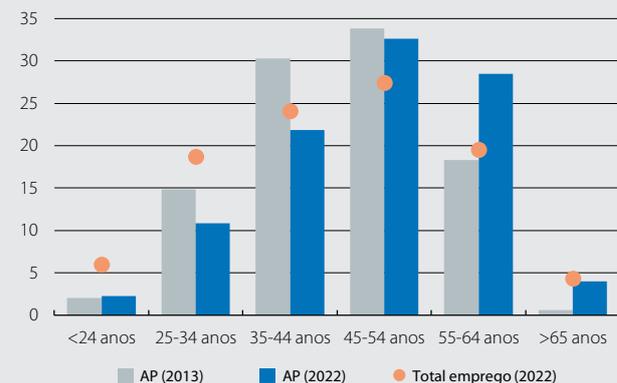
Por outro lado, o emprego no sector público é tipicamente mais escolarizado. Mais de metade das pessoas empregadas nas Administrações Públicas tinha o ensino superior no final de 2022 (face a 49% no final de 2013) e substancialmente acima do que acontece no emprego total (cerca

### Emprego nas Administrações Públicas (Número de indivíduos)



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

### Distribuição do emprego por grupo etário (% emprego)



Nota: Os pontos representam a distribuição do emprego total na economia por grupo etário.  
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGAEP e INE.

de 32%). Em contraste, menos de 20% das pessoas empregadas nas APs tinha apenas o ensino básico, comparativamente a 36% no caso do emprego total.<sup>3</sup>

A maioria do emprego na AP recorre a contratos por tempo indeterminado, superior a 70%, com os restantes quase igualmente distribuídos entre contratos a termo e outros tipos de contrato (onde se incluem comissões de serviço, cargos políticos e nomeações). Neste caso, os últimos 10 anos não trouxeram praticamente alterações.

Os mais de 743.000 funcionários públicos estão empregados, praticamente, em três sectores: a própria Administração Pública, defesa & segurança social, a Educação e as

1. De acordo com a Direção-geral da Administração e do Emprego Público (DGAEP).

2. Esta informação é relativa aos Censos 2021, por comparação com os Censos 2011.

3. De acordo com o INE, e com base nos indicadores dos Quadros de Pessoal, a percentagem de trabalhadores no sector privado com o ensino superior era de 24,9% em 2021, atingindo os 42,7% com, no máximo, o ensino básico.

atividades de saúde humana & apoio social, sem grandes alterações nos últimos 10 anos, como seria de esperar pela natureza dos serviços públicos (serviços assentes especialmente no apoio social, defesa, escola pública, Serviço Nacional de Saúde, entre outros).

De igual modo, a larga maioria (em torno de 75%) dos funcionários públicos estão incluídos na Administração Central, seguindo-se a Administração Local (18%) e os restantes a exercer atividade nas Administrações regionais da Madeira e Açores e Fundos de Segurança Social. Em termos de área governativa, o destaque vai para a Educação e Saúde (que abrangem 46% dos funcionários públicos), seguindo-se, com um peso bastante inferior, a Administração Interna (cerca de 7%) e a Ciência, Tecnologia & Ensino Superior (6%). Nos últimos 10 anos, não houve alterações substanciais nestas proporções, destacando-se apenas o aumento do peso do emprego na Saúde (de 18% em 2013 para 21% em 2023) e redução do peso do emprego na Defesa Nacional (de 6% para 4%).

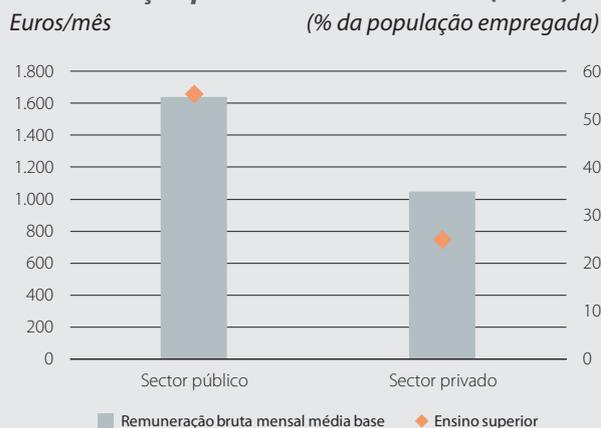
Neste contexto, não é surpreendente verificar que uma parte significativa trabalha em entidades públicas empresariais (EPE) do SNS (por exemplo, em hospitais públicos) e em estabelecimentos de educação e ensino básico e secundário. Em bastante menor dimensão, mas também com percentagens destacáveis, aparecem as Forças de Segurança e Unidades orgânicas de ensino e investigação. Não há, também neste caso, grandes alterações nos últimos 10 anos, destacando-se, ainda assim, o aumento do peso das EPE do SNS.

Existem várias carreiras na AP, mas quatro delas distinguem-se entre as restantes: as carreiras de assistente operacional/operário/auxiliar, educador de infância & docente ensino básico/secundário, assistente técnico/administrativo e técnico superior; no conjunto, representam mais de 60% do emprego público. Nestes 10 anos, a carreira de técnico superior foi a que mais contribuiu para o aumento do emprego público, seguindo-se a de enfermeiro, médico e educador de infância & docente ensino básico/secundário. Por outro lado, a queda dos trabalhadores nas forças armadas foi bastante expressiva: -29% face a 2013, uma redução de quase 9.500 efetivos.

Entre as várias carreiras, a de oficial dos registos e do notariado é a que apresenta a idade média estimada superior (de 56,9 anos), com a «carreira mais jovem» a ser a de bombeiro (40,1 anos). Esta estrutura etária destaca-se do registado há 10 anos atrás, quando a carreira com a idade superior era a de dirigente superior (com 50,8 anos) e mais baixa era nas Forças Armadas (31,6 anos). Preocupante também o agravamento da idade média no caso de algumas carreiras, nomeadamente de educador de infância e docente do ensino básico/secundário (que passou de uma idade média de 43,8 anos para 51,8 anos).

No que diz respeito à remuneração, os dados da DGAEP revelam que a remuneração base média mensal cresceu cerca de 20% nos últimos 10 anos, o que compara com cerca de 28% no caso do sector privado.<sup>4</sup> Ainda assim, o

### Remuneração por sector institucional (2023)



**Nota:** Média da remuneração registada para os primeiros 3 trimestres de 2023. Os dados da escolaridade são relativos a 2022 no caso do sector público e 2021 para o sector privado.  
**Fonte:** BPI Research, com base nos dados do INE e DGAEP.

gap de remuneração nos dois sectores mantém-se bastante expressivo: apesar da redução em cerca de 10 p. p., ainda é de cerca de 50%, um diferencial que pode ser explicado pelo nível de qualificações mais elevado no caso do emprego público, pelo tipo de trabalho, estrutura etária (ou seja, antiguidade) e diferente forma de gestão dos recursos humanos e progressão de carreiras.<sup>5</sup> Assim, a remuneração base média mensal no sector público andava em torno dos 1.640 euros em 2023, um valor que supera os 1.930 euros mensais se considerarmos o ganho médio mensal.<sup>6</sup>

Isto reflete-se num peso das despesas com pessoal no PIB de 10,7% em 2022, uma redução de 1 p. p. face ao registado há 10 anos atrás, e colocando Portugal no 12º lugar dos países com encargos mais elevados entre os 27 países da UE (o primeiro lugar é ocupado pela Dinamarca, com 13,6% do PIB; para o conjunto dos países da UE, as despesas com pessoal atingem os 10,1%).

Em suma, a análise do emprego público em Portugal revela uma paisagem complexa e desafiadora, agravada pelo seu envelhecimento e falta de atratividade para cativar talento mais jovem. Em última análise, este contexto pode dificultar a modernização da Administração Pública e, no limite, a capacidade de prestar determinados serviços públicos. Perante este cenário, é crucial que o Estado adote medidas proativas para enfrentar este desafio e promover um ambiente mais aliciante para os mais novos.

Vânia Duarte

4. Para o sector privado usou-se os dados da remuneração bruta mensal média disponibilizados pelo INE.

5. O Banco de Portugal estima, recorrendo a microdados e a informação mais detalhada, incorporando fatores distintos entre os dois sectores em termos de género, experiência e escolaridade, que o prémio salarial é mais reduzido, de 11% (dados de 2018-19), cerca de 6 p. p. acima do verificado para a média da Zona Euro e menos 3 p. p. face ao registado em 2008-09. Para mais informações, ver Banco de Portugal (2023). «Diferencial salarial entre os setores público e privado em Portugal». Boletim Económico junho 2023.

6. Este inclui, para além da remuneração base, prémios e subsídios ou suplementos regulares e o pagamento de horas extraordinárias.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	10/23	11/23	12/23
Índice coincidente para a atividade	3,6	5,8	3,7	3,7	3,4	...	2,9	2,6	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	1,0	-5,0	-4,6	...	-1,1	-1,1	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-5,0	-5,6	-9,4	-9,5	-10,2	-9,1	-9,2
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	6,2	9,3	0,5	7,5	...	4,6	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	1,3	-20,8	-22,9	-18,9	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	8,6	13,8	12,9	9,1	8,1	...	8,2	5,6	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,9	117,2	52,6	24,9	...	22,1	21,1	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,1	11,1	13,4	5,8	-0,2	-0,8	-1,0	1,1
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	1,7	3,0	1,5	...	0,7	2,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	3,9	2,1	2,8	2,7	...	2,1	1,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-35,1	-29,4	-22,8	-27,2	-25,1	-28,2	-28,2
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	2,2	2,3	1,4	2,8	2,2	...	1,1	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,7	6,2	7,2	6,1	6,1	...	6,7	...	...
<b>PIB</b>	5,7	6,8	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	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	10/23	11/23	12/23
Inflação global	1,3	7,8	8,0	4,4	3,5	1,8	2,1	1,5	1,4
Inflação subjacente	0,8	5,6	7,1	5,7	4,4	3,2	3,5	2,9	2,6

**Setor externo**

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

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

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	10/23	11/23	12/23
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	9,3	6,4	0,5	-2,1	-2,6	...	-2,7	-1,9	...
À ordem e poupança	16,3	7,3	-3,1	-9,0	-9,4	...	-11,4	-12,0	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	5,2	5,4	7,5	6,9	...	9,3	11,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	-4,1	12,4	11,1	1,4	5,5	...	8,3	0,4	...
<b>TOTAL</b>	9,0	6,5	0,8	-2,0	-2,4	...	-2,4	-1,8	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	2,9	1,8	0,0	-1,2	-1,8	...	-2,1	-2,0	...
Empresas não financeiras	2,2	-0,4	-2,1	-3,5	-3,5	...	-3,9	-3,8	...
Famílias - habitações	3,3	3,2	1,5	0,1	-0,9	...	-1,1	-1,2	...
Famílias - outros fins	3,0	2,9	0,0	0,4	-0,8	...	-0,6	-0,2	...
Administrações Públicas	3,8	-2,7	-2,0	0,6	-1,4	...	-3,1	-0,5	...
<b>TOTAL</b>	2,9	1,7	-0,1	-1,1	-1,8	...	-2,1	-2,0	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	3,7	3,0	3,1	3,1	2,9	...	-	-	-

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 termina 2023 com uma melhor nota do que o previsto

A economia espanhola encerrou 2023 com melhor nota do que o previsto no início do ano. Apesar de o ritmo de crescimento ter abrandado no segundo semestre do ano, o enfraquecimento ocorreu mais tarde do que o previsto e é mais moderado do que se receava há um ano. Por conseguinte, enquanto no início de 2023 o consenso dos analistas situava o crescimento do PIB para o conjunto do ano em 1,3% (painel FUNCAS), atualmente ronda os 2,4%, valor que coincide com o estimado pelo BPI Research. A economia poderá ainda recuperar algum dinamismo em 2024, especialmente no segundo semestre do ano, o que deverá permitir que o crescimento do PIB se aproxime de 2,0% em termos homólogos no 4T 2024.

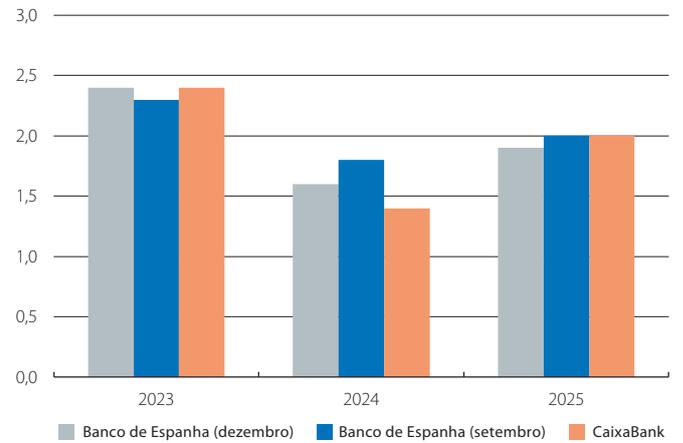
O ritmo de crescimento desacelerou no 3T 2023, mas de forma moderada. O INE confirmou, na segunda estimativa do PIB do 3T, que o ritmo de crescimento se situou em 0,3% em termos trimestrais, menos 1 décima de ponto percentual do que no 2T e 2 décimas de ponto percentual abaixo do crescimento trimestral médio do último ano. O PIB está, assim, 2,1% acima do nível do 4T 2019. Relativamente às componentes, é de salientar o ritmo de crescimento do consumo dos agregados familiares e do consumo público, ambos superiores a 1% em termos trimestrais. Em contrapartida, o fraco desempenho do investimento, que caiu 1,0%, e, sobretudo, das exportações de bens e serviços, afetadas pela fraqueza dos principais parceiros comerciais e que registaram uma notável queda de 4,1%, continuam a ser motivo de preocupação.

Depois da moderação do crescimento no terceiro trimestre de 2023, os últimos indicadores sugerem que o ritmo de crescimento estabilizou na parte final do ano. O PMI dos serviços manteve-se na zona de expansão em dezembro, situando-se em 51,5 (mais 0,5 pontos do que em novembro). Por sua vez, o PMI da indústria transformadora mantém-se em território contracionista e desceu 0,1 pontos, para 46,2. Desse modo, o PMI composto aumentou ligeiramente para 50,4 (49,8 em novembro) e atingiu uma média de 50,1 no trimestre, o mesmo nível que no trimestre anterior. O consumo, principal motor de crescimento da economia espanhola, também apresenta uma mensagem relativamente positiva. Especificamente, a monitorização do consumidor do BPI Research salienta que os gastos com cartões espanhóis nos terminais POS CaixaBank e os levantamentos em numerário cresceram 5,9% no 4T (dados até à terceira semana de dezembro), mais 0,4 p.p. do que no 3T.

O mercado de trabalho é resiliente e continua a criar emprego, embora a um ritmo mais moderado. O número de pessoas inscritas na Segurança Social aumentou, em dezembro, em 29.937, mais do que no ano passado, 12.640, mas abaixo

### Espanha: projeções do PIB (Banco de Espanha vs. CaixaBank)

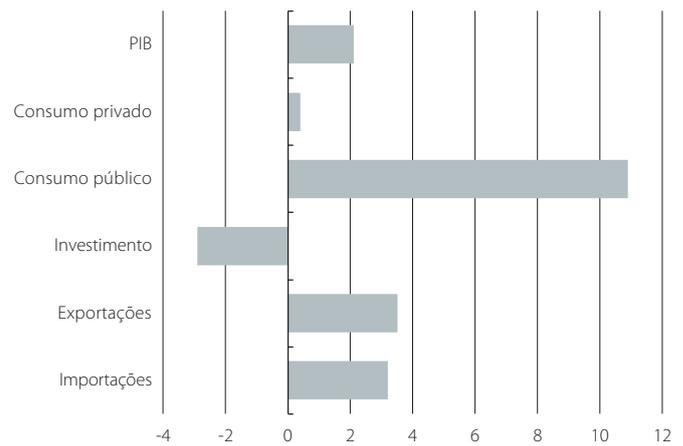
Variação homóloga (%)



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

### Espanha: PIB e suas componentes

Variação no 3T de 2023 em relação ao 4T de 2019 (%)



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

### Espanha: PMI

Nível



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

do valor médio para o período 2014-2019. Os números, corrigidos de sazonalidade, foram de 23.287 inscrições, o maior aumento mensal desde maio. No conjunto do quarto trimestre, o aumento das inscrições foi de 0,2% em termos trimestrais, uma taxa semelhante à do terceiro trimestre, o que sugere uma estabilização do ritmo de crescimento da atividade.

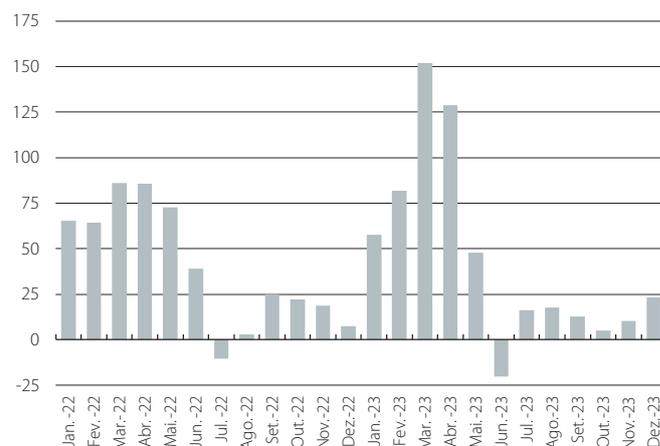
**As pressões inflacionistas continuam a moderar-se.** Mais precisamente, a taxa de inflação global caiu 1 décima de ponto percentual em dezembro para 3,1%, de acordo com o indicador avançado do IPC publicado pelo INE. Em consonância com a moderação da inflação nos últimos meses, a taxa de inflação subjacente diminuiu 0,7 p.p. pelo segundo mês consecutivo, para 3,8% em termos homólogos. A taxa de inflação subjacente registou, desde julho, uma descida muito acentuada, concretamente de 2,4 p.p.

**O governo confirma a prorrogação das medidas anti-inflacionistas em 2024.** Em finais de dezembro, o governo detalhou as medidas que manteria este ano para continuar a combater a inflação. Destaca, a este respeito, o aumento do IVA sobre a eletricidade até 2024 e o do gás, até 31 de março, para 10%. Recorde-se que este valor era de 5% em 2023, enquanto antes da crise energética era de 21%. Por outro lado, o imposto especial sobre o consumo de eletricidade e o imposto sobre o valor da produção de eletricidade serão aumentados gradualmente ao longo do ano. Quanto ao IVA sobre os produtos alimentares, a redução do IVA de 4% para 0% sobre os produtos alimentares frescos básicos e de 10% para 5% sobre as massas alimentícias e o óleo será mantida até 30 de junho. Por último, no que se refere aos transportes, o auxílio generalizado é prorrogado de 2023 para todo o ano de 2024. A prorrogação de muitas das medidas implementadas em 2023 terá um impacto menor na inflação do que o cenário de previsão do BPI Research, pelo que a inflação poderá ser ligeiramente inferior ao esperado em 2024.

**O dinamismo do rendimento das famílias favorece uma nova recuperação da taxa de poupança.** Concretamente, o rendimento disponível bruto das famílias registou um notável crescimento homólogo de 10,6% no terceiro trimestre, enquanto a despesa de consumo final aumentou 4,5%. Em consequência, a taxa de poupança aumentou para 11,0% (acumulado de quatro trimestres), mais 1,1 p.p. do que no 2T 2023. Note-se, além disso, que este valor é claramente superior à média registada entre 2015 e 2019 (6,8%). Este facto sugere que, apesar dos ventos contrários que afetam muitas famílias, o consumo das famílias, em termos agregados, continuará a crescer nos próximos trimestres e continuará a ser um importante fator de apoio para a economia espanhola no seu conjunto.

**Espanha: inscritos na Segurança Social**

Variação mensal (milhares) \*

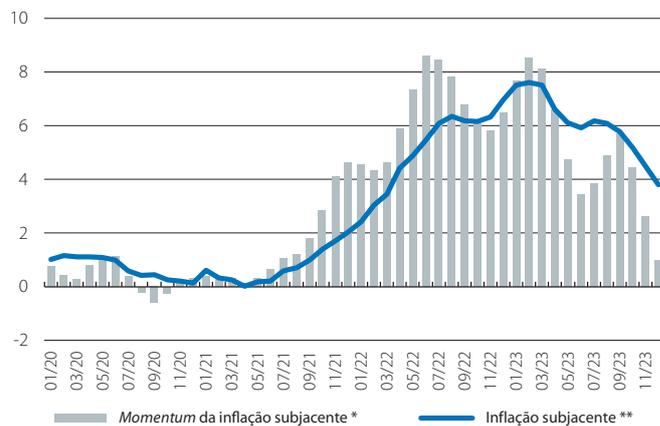


Nota: \* Dados corrigidos de sazonalidade.

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

**Espanha: inflação subjacente e o seu momentum**

Variação (%)

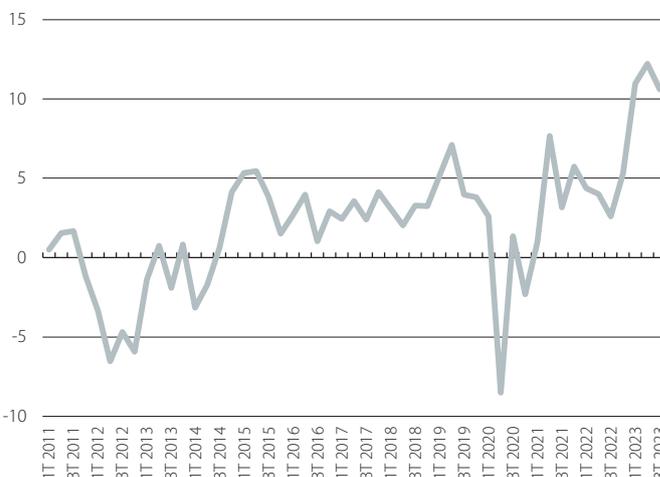


Notas: \* O momentum da inflação subjacente é a variação móvel dos últimos três meses em relação aos três meses anteriores. \*\* A inflação subjacente exclui os produtos alimentares não processados e a energia.

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

**Espanha: rendimento disponível bruto do agregado familiar**

Variação homóloga (%)



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

## Como reduzir ainda mais o desemprego estrutural em Espanha?

Nos últimos anos, a capacidade da economia espanhola para reduzir consideravelmente a taxa de desemprego estrutural foi uma surpresa para todos. Até recentemente, parecia impossível reduzi-lo de forma tão significativa sem exercer pressão sobre os salários. Contudo, a taxa de desemprego estrutural, também conhecida como taxa de desemprego não aceleradora dos salários (NAWRU, sigla em inglês),<sup>1</sup> caiu 1,7 pontos percentuais em Espanha entre 2018 e 2022, para 11,0%, de acordo com as estimativas da AMECO.<sup>2</sup> E, embora todos os países da UE tenham reduzido a sua NAWRU após o *boom* de emprego pós-pandemia, a Espanha, juntamente com Portugal, a Irlanda e a Polónia, foram os países com melhor desempenho na região, fazendo-o a um ritmo mais rápido, em cerca de 0,5 p. p. por ano, em média (ver o primeiro gráfico).

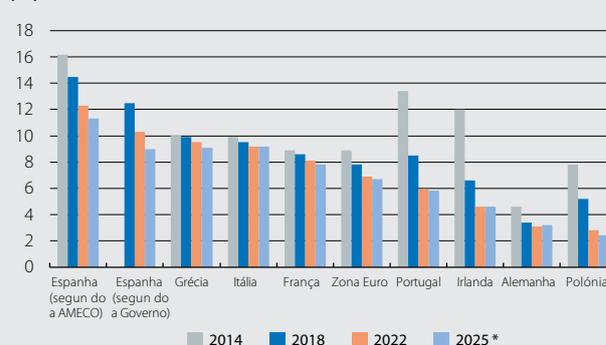
Diversos fatores permitiram a evolução positiva do desemprego estrutural entre 2018 e 2022. Primeiramente, os programas temporários de ajustamento do emprego (como as ERTE) impediram que o desemprego aumentasse durante a pandemia, possibilitando que milhões de trabalhadores mantivessem os seus empregos quando a atividade parou. Em Espanha, estes programas foram introduzidos com a reforma laboral de 2012 para incentivar a flexibilidade interna das empresas, tornando possível o ajustamento temporário do emprego em caso de diminuição da procura, e foram adaptados às circunstâncias extraordinárias da COVID-19. No rescaldo da pandemia, o forte impulso dado à economia pela retoma da atividade levou a uma forte criação de emprego em todas as economias desenvolvidas, incluindo a Espanha, que tem agora mais 1,4 milhões de pessoas na população ativa do que em 2019. Seguidamente, no caso espanhol, a reforma laboral aprovada em 2022 permitiu reduzir a elevada taxa de temporariedade no mercado de trabalho, restringindo a contratação temporária, mas ao mesmo tempo alargando a flexibilidade da contratação permanente, reduzindo assim os fluxos de entrada e saída de desemprego.<sup>3</sup> Este aumento da flexibilidade deve-se principalmente à maior utilização de contratos permanentes descontínuos, que permitem adaptar o carácter temporário de muitas profissões em Espanha, como o

1. A taxa de desemprego estrutural é a taxa de desemprego compatível com uma inflação próxima do objetivo do banco central e, por conseguinte, é também referida como a taxa de desemprego não aceleradora da inflação (NAIRU). Essa taxa não é diretamente observável e há diferentes metodologias para calculá-la. Para mais pormenores, consulte Romero, M. e Fuentes, D. (2017). «Taxa de desemprego estrutural na economia espanhola: estimativas, consequências e recomendações». Cuadernos de Información Económica, ISSN, 1132-9386.

2. Conforme a estimativa do Plano de Estabilidade 2023-2026 do governo espanhol, a taxa de desemprego estrutural foi reduzida em 2,2 p. p. entre 2018 e 2022, para 10,3%.

3. Embora a temporariedade «teórica» (contratual) tenha sido reduzida, na prática continua a verificar-se um elevado nível de trabalho temporário, com períodos de emprego curtos e mudanças frequentes de emprego. Ver Conde-Ruiz, J. I. et al. (2023). «Reforming Dual Labor Markets: “Empirical” or “Contractual” Temporary Rates?». Estudos sobre a economia espanhola 2023/36, FEDEA.

### UE: taxa de desemprego estrutural por país (%)



**Notas:** Estimativas da taxa de desemprego estrutural (NAWRU) efetuadas pela Comissão Europeia (AMECO) e pelo Governo espanhol no Plano de Estabilidade 2023-2026. \* 2026 para a estimativa do Governo para Espanha.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia (AMECO) e do Governo espanhol da Espanha (Plano de Estabilidade 2023-2026).

turismo ou a agricultura, mas proporcionam aos trabalhadores uma maior estabilidade no emprego.

Embora a Espanha pareça estar a fazer os seus trabalhos de casa, continua a ser o país com pior desempenho na UE: tem a taxa de desemprego estrutural mais elevada da região (11,0% em 2022, de acordo com a AMECO), à frente da Itália (9,2%) ou da Grécia (9,4%). Recorde-se que uma elevada taxa de desemprego estrutural significa uma subutilização da capacidade produtiva de uma economia, bem como a exclusão de uma grande parte da sociedade do mercado de trabalho, razão pela qual o seu combate se reveste da maior importância. São necessárias melhorias em três frentes para o reduzir: maior procura de emprego, maior oferta de emprego e uma melhor correspondência entre um e outro.

As empresas procurarão mais emprego com um maior crescimento económico. As políticas destinadas a aumentar o crescimento são vastas e incluem políticas que visam transformações ecológicas e digitais ou uma maior competitividade nos mercados de bens e serviços.<sup>4</sup> Em todas elas, o sector público poderia desempenhar um papel fundamental, uma vez que a promoção de reformas estruturais permitiria um maior crescimento económico e um maior dinamismo empresarial. Apesar de as duas últimas reformas laborais mencionadas no início constituírem um bom exemplo, verifica-se uma falta de dinâmica de reforma, tal como já foi recomendado a Espanha por várias instituições, como a Comissão Europeia, a OCDE e o FMI. Para desenvolver as reformas de reestruturação de forma adequada, é igualmente necessária uma boa qualidade institucional,<sup>5</sup> um domínio em que a Espanha tem margem para melhorar em vários domínios (ver o segundo gráfico).

4. Para uma análise exaustiva das políticas destinadas a melhorar o crescimento económico, ver OCDE (2023), «Going for Growth: Economic Policy Reforms 2023».

5. Ver Masuch, K., Modery, W. Setzer, R. e Zorrell, N. (2023). *The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness*. BCE Blog.

É possível aumentar a oferta de mão de obra disponível, reforçando os incentivos para que os desempregados trabalhem e melhorando a formação e a empregabilidade da população, incluindo os que estão atualmente inativos. Diversos estudos demonstram que a criação de incentivos ao regresso ao emprego aumenta a probabilidade de este se concretizar.<sup>6</sup> A recente reforma do subsídio de desemprego vai em parte nesse sentido, dado que, apesar de aumentar o montante do subsídio, este é progressivamente reduzido com o passar dos meses, sendo compatibilizado o recebimento do subsídio e o desempenho de um trabalho por conta de outrem durante 180 dias. A questão essencial para o sucesso da reforma será o acompanhamento dos percursos para ajudar os beneficiários a encontrar e aceitar empregos. Não podemos negligenciar o facto de que melhorar a formação e a empregabilidade dos trabalhadores é também uma outra forma de reduzir o desemprego. É o caso, por exemplo, do ensino e formação profissionais (EFP), um ensino mais ligado às exigências do mercado de trabalho (que permite uma maior proteção contra o desemprego, bem como uma maior participação no mercado de trabalho ao longo da vida ativa),<sup>7</sup> mas menos desenvolvido em Espanha do que noutros países, como a Alemanha.

Por fim, uma melhor adequação entre a procura e a oferta permitiria reduzir o nível de desemprego estrutural. A disfuncionalidade do mercado de trabalho espanhol manifesta-se no número crescente de postos de trabalho por preencher, fenómeno que ocorre em simultâneo com uma elevada taxa de desemprego, o que prejudica a produtividade e a plena utilização da capacidade produtiva. Este problema tem vindo a alastrar-se e não afeta apenas os perfis mais especializados. Os motivos são diversos e vão desde as barreiras económicas e culturais à mobilidade geográfica até às deficiências de informação sobre a disponibilidade de emprego. Assim, as políticas ativas de emprego têm um papel importante a desempenhar, na medida em que acompanham os desempregados na sua procura de emprego e na formação das competências exigidas pelo mercado de trabalho. Em Espanha, porém, o peso das despesas com políticas ativas de emprego é baixo, tanto em termos absolutos como em proporção das políticas passivas (ver terceiro gráfico). Do mesmo modo, atualmente, apenas uma pequena parte dos desempregados consegue emprego através dos serviços públicos de emprego, pelo que seria útil melhorar a eficácia das políticas ativas,<sup>8</sup> com uma maior ênfase no apoio personalizado aos candidatos a emprego (por exemplo, definição de perfis estatísticos, modelação preditiva de ofertas de emprego que correspondam ao perfil do trabalhador, etc.). Este problema não existe apenas em Espanha: a França, país vizinho, está a reforçar os seus serviços de acompanhamento dos desempregados. Na

6. Martínez Jorge, Á. (2023), «O que sabemos sobre os efeitos da alteração das prestações e subsídios de desemprego em Espanha? EsadeEcPol Policy Reaction.

7. Neste sentido, veja a análise do CaixaBank Dualiza no seu último «Relatório 2023 - Observatório da Formação Profissional em Espanha».

8. Ver OCDE (2023). «OECD Economic Surveys: Spain 2023». OECD Publishing, Paris.

### Espanha: qualidade institucional

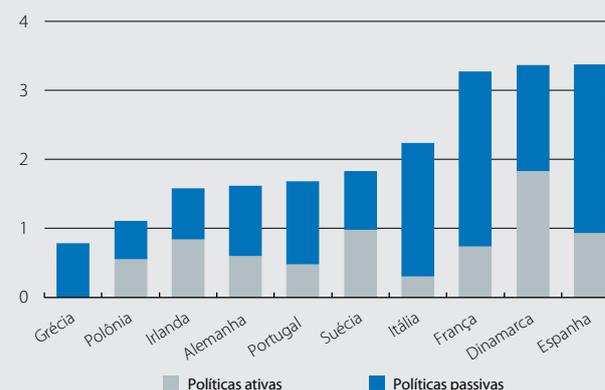
Classificação de percentil



**Notas:** A classificação de percentil indica a percentagem de países em todo o mundo que se enquadram numa categoria inferior da entidade territorial escolhida, sendo 0 o valor mais baixo e 100 o mais alto. Os países de elevado rendimento correspondem à média dos países da OCDE com um rendimento bruto per capita superior a 13.206 dólares.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do Banco Mundial (World Bank Worldwide Governance Indicators).

### Despesas com políticas ativas e passivas de emprego (% do PIB)



**Nota:** Despesa média realizada em 2019-2020 em percentagem do PIB.

**Fonte:** BPI Research, com base nos dados da OCDE (OECD Economic Surveys: Spain 2023- Database on labour market programmes).

recente reforma laboral aprovada com o objetivo de atingir o pleno emprego,<sup>9</sup> uma das principais alterações é que os desempregados devem realizar pelo menos 15 horas por semana de atividades dedicadas à reintegração no mercado de trabalho. Contudo, a necessidade de um melhor ajustamento entre a procura e a oferta de emprego em Espanha pode também ser vista na elevada taxa de sobrequalificação, que é muito mais elevada do que nos países vizinhos.<sup>10</sup>

Conforme vimos, a redução do desemprego estrutural não é uma tarefa fácil e exige a ativação de várias alavancas. A aproximação ao pleno emprego é um marco que deve gerar consenso e que significaria uma grande melhoria social ao reduzir a exclusão laboral de uma grande parte da sociedade.

9. Ver *Loi du 18 décembre 2023 pour le plein emploi*.

10. Para mais informações sobre a sobrequalificação em Espanha, consulte o Focus «Evolução do nível de escolaridade dos espanhóis empregados» do presente *Informação Mensal*.

## Evolução do nível de escolaridade dos espanhóis empregados

A força do mercado de trabalho tem vindo a ser dos elementos mais positivos do desempenho da economia espanhola: o volume de ocupação excede (dados do 3T 2023) o nível pré-pandémico (4T 2019) em 1,3 milhões (6,5%). Analisamos neste Focus como se comportou a criação de emprego neste período em função do sector de atividade, do nível de escolaridade dos empregados e das categorias profissionais, o que refletiu a progressiva alteração dos perfis das profissões procuradas pelas empresas, sobretudo devido à generalização das novas tecnologias e à digitalização da economia.

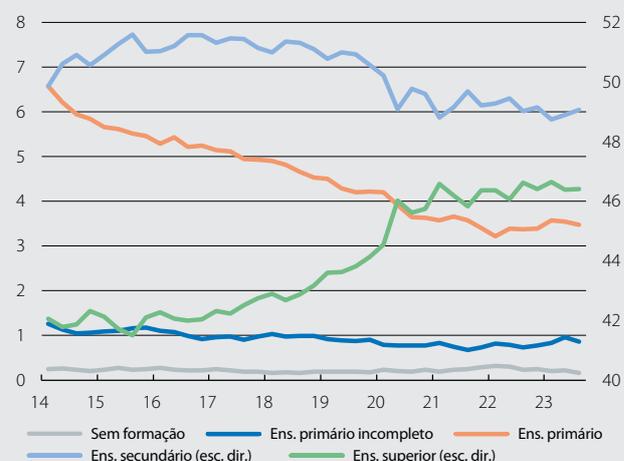
No âmbito do bom desempenho do emprego após a pandemia, destacam-se as atividades profissionais, científicas e técnicas, e a informação e comunicação; são atividades com maior conteúdo tecnológico e mão de obra mais qualificada, que contribuíram com quase 26% do emprego criado (cerca de 334.000 trabalhadores), enquanto o seu peso no volume total é de 9,3% (8,2% antes da pandemia). Destaque ainda para as atividades de saúde e serviços sociais, que, em resultado da pandemia (e também do envelhecimento), aumentaram o seu emprego relativamente ao final de 2019 em quase 295 mil pessoas, passando a representar 9,6% do total de empregados (8,7% em 2019). Em contrapartida, foi destruído emprego nos sectores da distribuição e da depuração de água (-13.000 empregados), nas artes gráficas (-32.000) e, em especial, no sector agrícola (-92.000).

Além disso, o número de trabalhadores com maior nível educativo cresceu muito acima do resto: os empregados com ensino superior (formação profissional superior e diplomas universitários) cresceram quase duas vezes mais depressa do que a média, 12,0%. Assim, 46,4% dos espanhóis empregados têm formação superior, mais 2,3 pontos do que antes da crise pandémica e significativamente acima da média da Zona Euro (39,0%). Relativamente ao aumento do emprego durante o período (1,3 milhões), 81,4% (quase 1,1 milhões) são trabalhadores com ensino superior, enquanto os trabalhadores com ensino secundário aumentaram em 340.000 e os trabalhadores com ensino primário ou inferior diminuíram em 98.000.

Em termos de nacionalidade dos empregados, a percentagem de trabalhadores estrangeiros ou com dupla nacionalidade com ensino superior no total de empregados com ensino superior aumentou ligeiramente desde 2019 (11,9% vs. 10,8%). Dos trabalhadores por conta de outrem estrangeiros que aumentaram desde o final de 2019 (816 mil), 27,8% tinham o ensino superior e 61,6% o ensino secundário (os restantes 10,5% tinham o ensino primário ou menos).

Não obstante, apesar do aumento da percentagem de pessoas empregadas com qualificações de ensino superior, a Espanha tem a taxa de sobrequalificação mais elevada da Europa, o que reflete o forte desfasamento entre

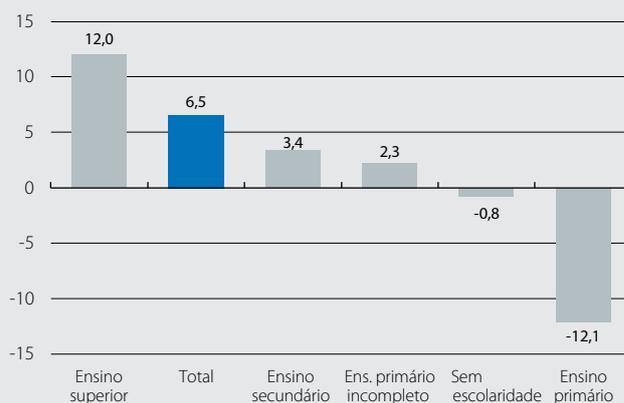
### Espanha: empregados por nível de ensino (% sobre o total)



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

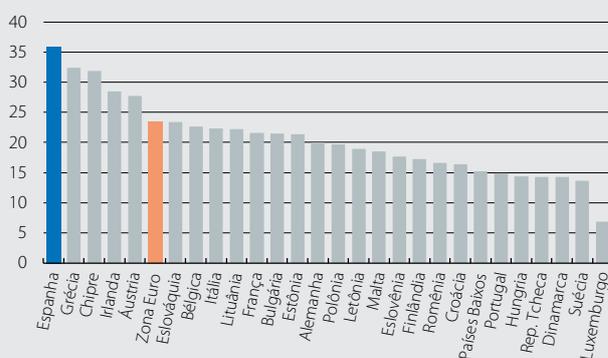
### Espanha: empregados por nível de ensino

Variações no 4T 2019 (%)



Nota: Dados do 3T.  
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (EPA).

### UE: taxa de sobrequalificação (%)



Notas: Dados de 2022. Pessoas empregadas com idades compreendidas entre os 20 e os 64 anos que possuem uma qualificação de nível superior (ensino superior) e que não exercem uma atividade profissional a priori associada a essa qualificação (de gestão, científica, intelectual e técnica).  
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

os perfis exigidos pelas empresas e os oferecidos pelos trabalhadores: 35,9% das pessoas empregadas com este grau académico não trabalham em profissões associadas *a priori* a graus universitários (dados de 2022), em comparação com 23,5% na Zona Euro.<sup>1</sup> Mas a sobrequalificação não afeta apenas os trabalhadores mais qualificados: um quarto das pessoas com o ensino secundário superior (formação profissional de nível secundário superior e bacharelato) trabalha em profissões menos qualificadas, o que pode estar relacionado com um efeito *crowding out*:<sup>2</sup> os diplomados do ensino superior deslocam os trabalhadores com o ensino secundário para profissões mais básicas.

O problema da sobrequalificação afeta ainda mais intensamente a população imigrante, um fenómeno generalizado na UE e, no caso da Espanha, ainda mais acentuado: 52,2% dos trabalhadores estrangeiros no nosso país são sobrequalificados, segundo a definição do Eurostat, contra 34,5% no caso dos trabalhadores espanhóis (as percentagens da Zona Euro são de 36,6% para os estrangeiros e de 22,4% para os nacionais).

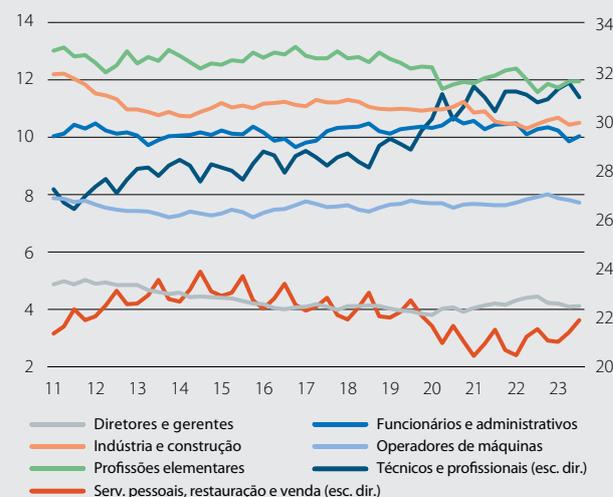
No que se refere à categoria profissional dos trabalhadores, as profissões que, em princípio, exigem mais qualificações (diretores, gestores, técnicos e profissionais) registaram taxas de crescimento de dois dígitos e aumentaram o seu peso no total em quase 2 pontos, para 35,2%; os operadores de máquinas e instalações também cresceram acima da média (6,6%) e mantiveram o seu peso em 7,8% do total. Em contrapartida, as profissões em que o emprego menos cresceu situam-se sobretudo nas profissões com qualificações médias-baixas: os empregados do setor terciário (serviços pessoais, restauração e vendas) cresceram 5,6% para 21,9% do total, menos 3 décimos de ponto percentual do que antes da pandemia; os empregados administrativos cresceram 3,1% e representaram 10,1% do total (vs. 10,4%); os trabalhadores da indústria transformadora e da construção crescem 2,4% para 10,6% (vs. 11,0%), e as profissões elementares apenas cresceram 2,1% para 12,0% (vs. 12,5%).

Verifica-se que, tanto em termos absolutos como relativos, o fosso entre os trabalhadores mais qualificados (que aumentaram em quase 1,1 milhões e 2,3 pontos de peso) e os trabalhadores das profissões teoricamente mais qualificadas, independentemente do seu nível de escolaridade (783.000 pessoas e 1,7 pontos mais), alargou-se, o que revela quer um excesso de oferta de trabalhadores qualificados em certos perfis profissionais, quer uma inadequação da oferta às competências exigidas pelas empresas nestas profissões.

Em resumo, o nível de educação da população é um fator determinante da produtividade e do emprego. Tratando-se de um país com elevados desajustamentos educativos, que se refletem nas dificuldades das empresas em encontrar os perfis adequados para preencher as vagas existen-

1. Esta percentagem é ligeiramente inferior à média de 2014-2019 (36,8%).  
2. Ver FEDEA (2023). «Observatório Trimestral do Mercado de Trabalho». Boletim número 6, setembro.

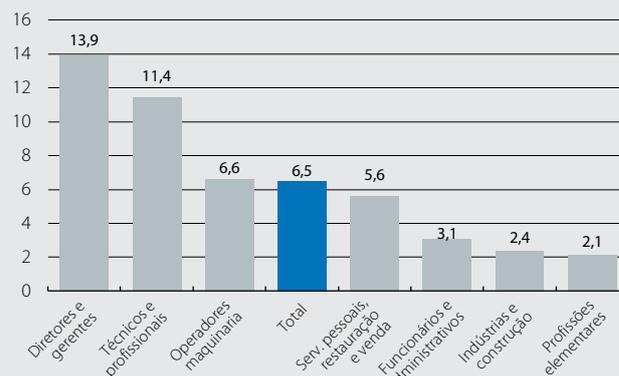
**Espanha: empregados por categoria profissional (% sobre o total)**



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

**Espanha: empregados por categoria profissional**

Variações face ao 4T 2019 (%)



Nota: Dados do 3T de 2023.

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

tes, e com a desvantagem acrescida do envelhecimento demográfico, que limita o crescimento da população ativa, complicando a procura de talentos,<sup>3</sup> é necessário continuar a insistir na necessidade de promover o investimento em capital humano e de adaptar o sistema educativo às novas competências exigidas pelo mercado, de modo a aumentar a utilização da formação em capital humano.

3. Ver SEPE (2023). «Desajustamento educativo no mercado de trabalho em Espanha», Cuadernos del Mercado de Trabajo, outubro; e Randstad Research (2023): «O mundo do emprego após dois anos de pandemia».

## A importância dos custos intermédios na dinâmica da inflação espanhola

### As fases do recente ciclo inflacionista

O ciclo inflacionista que a economia espanhola está a atravessar desde o início de 2022 pode ser caracterizado em três fases: o impacto direto, o efeito de contágio e os efeitos de segunda ordem. O impacto direto decorreu de um choque de aprovisionamento que teve origem nos problemas de fornecimento após a pandemia no início de 2021 e foi exacerbado em 2022 pela crise energética resultante da guerra na Ucrânia.

Verifica-se um efeito indireto ou de contágio quando o choque inicial é transferido para outras rubricas do cabaz de consumo. Sendo a energia um fator de produção essencial para outros produtos, um aumento dos preços da energia pode eventualmente ter um impacto noutros artigos se for repercutido no preço final do produto. Conforme se pode observar no primeiro gráfico, embora a contribuição da energia para a inflação global tenha sido negativa no último ano, o impacto dos seus preços mais elevados ainda persiste através do efeito indireto nas restantes rubricas.

Finalmente, são frequentemente desencadeados efeitos de segunda ordem para tentar compensar a perda de poder de compra. Caso os agentes esperem que a inflação aumente de forma constante ao longo do tempo, as pressões para aumentar os salários aumentam para proteger o poder de compra dos trabalhadores e as empresas aumentam as suas margens para proteger os seus lucros. Tal dinâmica pode, por sua vez, gerar uma nova fonte de pressão ascendente sobre os preços, alimentando uma espiral inflacionista. Na atual conjuntura, não se vislumbram ainda efeitos de segunda ordem significativos: a partir dos dados internos do CaixaBank, o crescimento dos salários atingiu um pico no 2T e 3T 2023, com taxas de crescimento superiores a 4% em termos homólogos e, desde novembro, são visíveis os primeiros sinais de moderação (3,5% em termos homólogos). Entretanto, após uma queda acentuada durante a pandemia, as margens das empresas mal recuperaram o nível anterior à mesma.<sup>1</sup>

### O papel dos custos intermédios

A contenção do desencadeamento de efeitos de segunda ordem é fundamental para assegurar a estabilidade dos preços. A evolução dos custos intermédios é, neste contexto, determinante. O preço final dos bens e serviços que consumimos é o resultado da soma das seguintes componentes: o custo dos fatores de produção intermédios necessários à sua produção, a remuneração do trabalho,

1. Ver o relatório trimestral do Observatorio de Márgenes Empresariales (OME).

### Espanha: contribuição para a inflação por componentes

(p.p.)



Nota: \* Variação homóloga.

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

### Espanha: deflator da produção nacional vs. IPC

Variação homóloga (%)



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

os impostos e o lucro da empresa (também designado por excedente bruto de exploração, EBE). O peso do consumo intermédio no preço final foi de 49%, em média, no período 2014-2019.

À soma dos custos intermédios, das remunerações do trabalho, dos impostos e do EBE chama-se produção nacional.<sup>2</sup> Deflacionando esta série, obtém-se uma medida da evolução global dos preços, que, como se pode ver no segundo gráfico, tem um comportamento semelhante ao do IPC. Isto ajuda-nos a obter uma aproximação do papel de cada uma das componentes na evolução do IPC.<sup>3</sup>

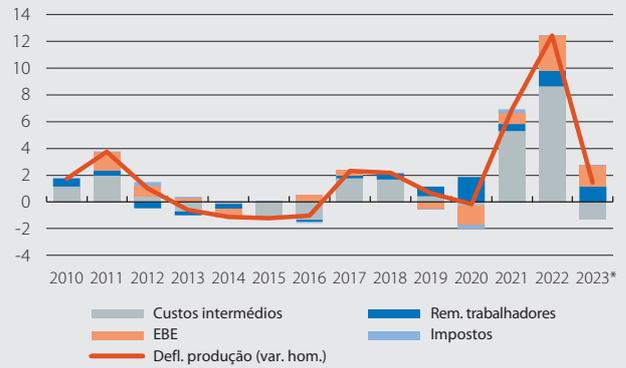
2. A produção nacional pode também ser definida como o PIB mais os custos intermédios menos os impostos líquidos sobre os produtos.

3. A evolução não é a mesma porque, entre outras razões, o cabaz de produtos e serviços que entram no IPC não coincide com o da produção nacional.

Como podemos ver no terceiro gráfico, uma grande parte do aumento de preços em 2021 e 2022 deveu-se a um aumento substancial da contribuição dos custos intermédios, intimamente relacionado com o aumento acentuado dos preços da energia. A moderação acentuada do preço do consumo intermédio em 2023 permitiu, no entanto, conciliar um menor crescimento dos preços com um maior crescimento dos salários e dos lucros das empresas.

Para 2024, prevemos uma evolução modesta dos custos intermédios. Relativamente aos três primeiros trimestres de 2023, os preços dos custos intermédios cresceram 1,1 % em comparação com os três primeiros trimestres de 2022, muito abaixo do crescimento anual de 20,3 % em 2022, e a recente moderação dos preços da energia não sugere uma mudança de tendência. Por conseguinte, em 2024, prevê-se que os custos intermédios continuem a crescer abaixo de 2%, o que deverá tornar compatível uma recuperação gradual do poder de compra dos salários com a convergência da inflação para o objetivo de 2%.

**Espanha: contribuição para o deflator da produção nacional**  
(p. p.)



**Nota:** \* 2023 corresponde aos três primeiros trimestres do ano, para os quais já existem dados disponíveis.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do INE e da AEAT.

**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	10/23	11/23	12/23
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	8,8	2,8	0,8	1,3	-1,8	-2,1	-1,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	-0,8	-5,3	-4,4	-5,3	-8,3	-8,6	-9,7	...
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	45,6	50,1	48,5	47,3	45,1	46,3	46,2
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	15,4	2,6	-1,8	1,7	4,2	2,2	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	29,0	17,4	10,2	3,5	-3,0	-7,3	...	...
Preço da habitação	3,7	7,4	5,5	3,5	3,6	4,5	-	-	-
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,8	129,8	90,7	40,6	21,8	19,7	19,2	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	50,8	56,3	56,0	50,9	51,1	51,0	51,5
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	5,1	0,9	1,9	6,6	6,1	6,9	5,3	5,2	...
Matrículas de automóveis	158,0	-3,0	2,6	45,5	9,9	6,9	18,1	7,0	10,6
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,9	-26,5	-27,9	-22,7	-19,2	-15,8	-19,8	-19,6	...
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	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 <sup>2</sup>	2,5	3,9	2,7	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7
<b>PIB</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	-	-	-

**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	10/23	11/23	12/23
Inflação global	3,1	8,4	6,6	5,1	3,1	2,8	3,5	3,2	3,1
Inflação subjacente	0,8	5,1	6,5	7,6	6,2	6,0	5,2	4,5	3,8

**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	10/23	11/23	12/23
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	22,9	22,9	20,5	12,3	4,5	3,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	33,4	33,4	24,0	10,7	-1,2	-3,5	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>9,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>22,1</b>	<b>28,2</b>	<b>35,2</b>	<b>37,8</b>	...	...
Bens e serviços	11,8	16,3	16,3	31,6	42,8	54,6	57,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-8,1	-8,1	-9,5	-14,6	-19,4	-19,3	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>20,1</b>	<b>20,7</b>	<b>20,7</b>	<b>36,3</b>	<b>42,1</b>	<b>49,4</b>	<b>52,5</b>	...	...

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

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	10/23	11/23	12/23
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	3,8	1,7	0,4	-0,3	0,0	...	...
À ordem e poupança	10,3	7,9	5,0	0,3	-4,0	-6,9	-7,7	-7,8	-15,0
A prazo e com pré-aviso	-24,4	-19,7	-7,3	7,7	40,1	69,5	79,5	89,4	155,0
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,6	-3,2	7,4	6,8	11,3	14,2	13,6	11,0
<b>TOTAL</b>	<b>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	0,3	0,7	0,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,9	-3,8	-3,3
Empresas não financeiras	1,1	0,9	0,9	-1,0	-2,7	-4,6	-5,6	-5,6	-4,7
Famílias - habitações	0,2	1,0	0,2	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,4	-3,5
Famílias - outros fins	-1,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-1,1	0,0	0,7
Administrações Públicas	15,3	0,2	-1,1	-0,2	-3,3	-4,6	-5,9	-7,1	-1,0
<b>TOTAL</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,2</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	...	...

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

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



## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2024

© CaixaBank, S.A., 2024

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

