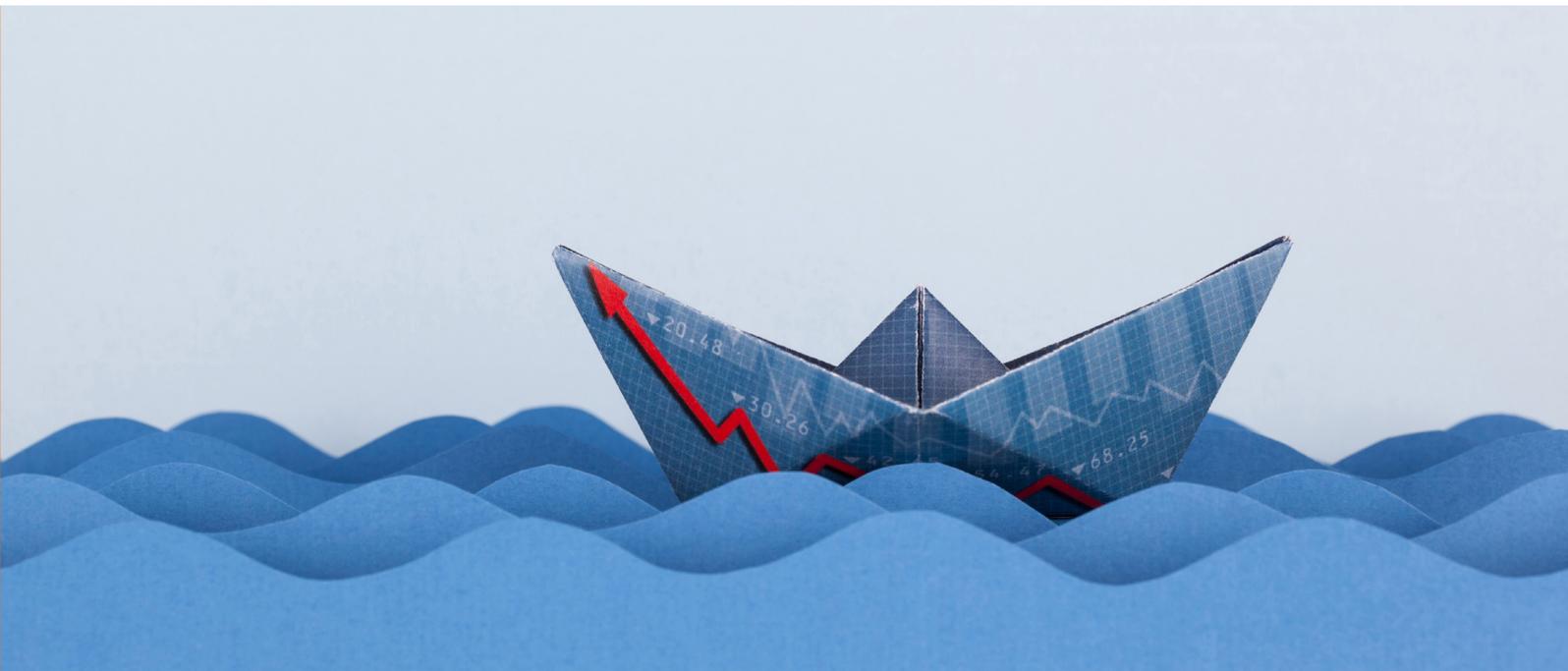


IIM02

INFORMAÇÃO MENSAL
FEVEREIRO 2024



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
Alterações nas expectativas de política monetária dos mercados financeiros

ECONOMIA INTERNACIONAL
Ano de eleições nos EUA

ECONOMIA ESPANHOLA
Tesouro 2024: o aumento da participação de investidores nacionais e não residentes absorverá as necessidades de financiamento mais elevadas

O aumento do rendimento disponível reforça a situação financeira das famílias espanholas

ECONOMIA PORTUGUESA

Economia portuguesa: avaliando a probabilidade de uma recessão

Empresas mantêm o ímpeto exportador

INFORMAÇÃO MENSAL

Fevereiro 2024

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

BPI Research (UEEF)

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

5 de fevereiro de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Alterações nas expetativas de política monetária dos mercados financeiros*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Ano de eleições nos EUA*

18 ECONOMIA PORTUGUESA

20 *Economia portuguesa: avaliando a probabilidade de uma recessão*

22 *Empresas mantêm o ímpeto exportador*

25 ECONOMIA ESPANHOLA

27 *Tesouro 2024: o aumento da participação de investidores nacionais e não residentes absorverá as necessidades de financiamento mais elevadas*

29 *O aumento do rendimento disponível reforça a situação financeira das famílias espanholas*

31 *As despesas nas faturas das famílias espanholas em 2023, uma pausa depois de um 2022 de cortar a respiração*

33 *Impacto da prorrogação parcial das medidas anti-inflacionistas em 2024 nas contas públicas*

Bom 2023. E 2024, como será?

Tudo apontava para que 2023 fosse um ano difícil para as economias europeias e para a portuguesa em particular. No início do ano, o BPI Research previa um crescimento de 0,5%, semelhante ao consenso dos analistas, e destacava os riscos de abrandamento do cenário. No final, a economia portuguesa fechou 2023 com um crescimento de 2,3%, muito superior ao esperado.

O ritmo de crescimento foi algo volátil ao longo do ano, muito concentrado nos trimestres em que foi mais notório o estímulo derivado da redução da sazonalidade do turismo, no primeiro e quarto trimestre. Entre julho e setembro, a ligeira queda da atividade (-0,2% no trimestre) esteve relacionada com fatores pontuais (como a paragem temporária da fábrica de automóveis da Autoeuropa devido a problemas nos abastecimentos) e também com menor impulso das economias externas. Mas, a economia não só conseguiu evitar a recessão, como registou um impulso assinalável no último trimestre do ano, crescendo 0,8%, confirmando a robustez da procura interna enquanto a parte externa pesou menos desfavoravelmente. No conjunto do ano, a economia cresceu em média 0.5 p.p. por trimestre, o que não deixa de ser assinalável tendo em conta o expressivo aumento das taxas de juro de curto prazo: as taxas diretoras do BCE aumentaram 200 p. b. no ano.

Se compararmos estes números com os da maioria dos países desenvolvidos, nomeadamente na Europa, a mensagem torna-se ainda mais positiva. Num contexto de crise energética, de inflação elevada e de subida das taxas de juro, o crescimento da zona euro acabou por se situar nos 0,5% e alguns países, como a Alemanha, registaram uma ligeira diminuição da atividade. Ao contrário da economia portuguesa, a economia europeia seguiu de perto o guião previsto.

Será que a economia portuguesa conseguirá manter este ritmo de crescimento em 2024? Uma avaliação dos diferentes fatores que impulsionaram a atividade no ano passado deve dar-nos algumas pistas. Não temos ainda o detalhe do último trimestre, mas com as indicações do INE no reporte *flash* do PIB, concluímos que a atividade económica em 2023 foi impulsionada em aproximadamente dois terços pela procura interna. Concretamente, e em ordem decrescente, pelo consumo privado, investimento e pelo consumo público, este último com menor contributo em linha com o movimento de forte consolidação das contas do Estado, que se prolongou em 2023. Para atingir a taxa de crescimento de 2,3% para o conjunto da economia, é necessário ter em conta o impulso da parte externa apesar de volátil ao longo do ano, destacando sem dúvida o Turismo (estimamos que o contributo para este desempenho seja superior a 20%) mas também as exportações de mercadorias e de serviços de elevado valor acrescentado, com reforço da sua posição nas vendas ao exterior e no PIB. Todavia, nesta vertente, o fraco contexto internacional não convida ao otimismo, especialmente tendo em conta a quase estagnação dos países europeus, nomeadamente as maiores economias do centro da Europa, mais afetadas pela proximidade de zonas de conflito e mais expostas à desaceleração da China. Em 2024, espera-se que se fortaleçam, mas no conjunto do ano manterão provavelmente um crescimento semelhante ao de 2023. Assim, é pouco provável que as exportações recuperem o vigor que mostraram de forma mais notória no início do ano passado.

Provavelmente, o consumo público manter-se-á também contido. As novas regras orçamentais europeias, embora mais flexíveis do que as anteriores, recordam-nos a importância de sanear as contas públicas quando se faz parte de uma união monetária, e o Orçamento para 2024 mantém uma previsão de excedente para o saldo orçamental (+0,2% do PIB). Embora as eleições de março e o próximo Executivo devam provavelmente introduzir alterações nesta vertente, não nos parece que se venha a por em causa a trajetória de consolidação seguida até agora. Efetivamente, as duas principais forças partidárias advogam os princípios da UEM e defendem contas públicas saudáveis. Acresce que vários aspetos aconselham cautela na política orçamental para os próximos anos. Para além do regresso das regras europeias, os custos de financiamento dispararam já em 2023 e gradualmente vão pesar mais na despesa.

Esta situação poderá ser parcialmente compensada pela manutenção de algum dinamismo do consumo das famílias. O mercado de trabalho robusto, juntamente com um crescimento salarial notável, permitiu que o rendimento das famílias crescesse quase 8% no 3.º trimestre de 2023 e que a taxa de poupança aumentasse mais de 3 p. p. face ao período homólogo. Assim, a situação financeira menos tensa do que o previsto do conjunto das famílias, juntamente com a inflação e as taxas de juro que deverão descer um pouco mais rapidamente do que o esperado, deverá permitir que o consumo continue a crescer moderadamente este ano. Além disso, é razoável pensar que o investimento se fortalecerá com as reduções previstas das taxas de juro e com os progressos registados na utilização dos fundos do NGEU.

O BPI Research prevê um crescimento de 1,8% para 2024, mas começamos este ano a assinalar os riscos de ligeiro ajuste em baixa. Em 2024 e nos anos seguintes será fundamental a melhoria do investimento associado à boa execução dos fundos comunitários. Esta seria uma ótima notícia, não só para o bom desempenho da economia no curto prazo. A expansão e modernização do *stock* de capital é fundamental para que a produtividade melhore e o crescimento seja sustentável a médio e longo prazo.

Paula Carvalho
Oriol Aspash
Lisboa, 9 de fevereiro de 2024

Cronologia

JANEIRO 2024

- 11 A NASA confirma que 2023 foi o ano mais quente de que há registo (1880).
- 19 O Japão torna-se o quinto país a alunar (pousar na Lua).

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* a 4,00% e a *refi* a 4,50%.

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).

Agenda

FEVEREIRO 2024

- 1 Portugal: produção industrial (dezembro).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (janeiro).
- 2 Espanha: inscrição 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 rápida do IPC (fevereiro).
Espanha: balanço de pagamentos (dezembro).
Portugal: distribuição do PIB (4T).

MARÇO 2024

- 1 Portugal: *rating* S&P.
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (fevereiro).
- 4 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 7 Conselho do Banco Central Europeu.
- 11 Portugal: comércio internacional (janeiro).
- 15 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
Espanha: *ratings* Moody's e S&P.
- 19-20 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 21-22 Conselho Europeu.
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).
Portugal: *rating* Fitch.
- 25 Portugal: adidos das Administrações Públicas (2023).
Portugal: distribuição do PIB (4T).
- 26 Espanha: previsão do PIB (4T).
- 27 Espanha: estimativa rápida do IPC (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 28 Portugal: carteira de crédito e de depósitos (fevereiro).

Surpresas, resiliência e bancos centrais

A publicação dos dados de atividade relativos ao quarto trimestre confirmou que a economia mundial fechou o ano passado com uma combinação de crescimento e inflação muito melhor do que a prevista no início do ano. Em países como os EUA e Espanha, as taxas médias de crescimento em 2023 situaram-se em 2,5%, quando há doze meses a previsão consensual dos analistas se situava no intervalo 0,5%/1%, altura em que se atribuía uma elevada probabilidade a um evento recessivo nos EUA, apoiado por sinais como a inversão da inclinação da curva das taxas de juro. Do mesmo modo, no que diz respeito à inflação, a tendência dos últimos meses foi muito mais benigna do que a maioria das projeções, graças ao desvanecimento do choque energético e à atenuação progressiva dos seus efeitos indiretos, enquanto se aguarda que os dados relativos à evolução dos salários confirmem que os efeitos da segunda ordem continuam sob controlo.

Assim, num ambiente caracterizado desde 2020 pela acumulação de choques negativos, a surpresa positiva de 2023 foi mais uma vez a resiliência do ciclo económico global, entendida como «capacidade de reagir e superar contrariedade ou situação de crise» (significado em sentido figurado no dicionário de português). Como o próprio Presidente da Fed reconheceu recentemente, é altamente invulgar, de um ponto de vista histórico, que o aperto monetário implementado nos últimos dois anos não tenha tido efeitos muito mais fortes sobre a atividade e, sobretudo, sobre o emprego. Neste contexto, é compreensível que os bancos centrais não tenham tentado contrariar (ou, pelo menos, não o tenham feito de forma enérgica), nas suas últimas reuniões, a significativa flexibilização das condições financeiras registada nas últimas semanas, que implica a antecipação, por parte dos investidores, de um processo de desinflação sem mitigações. Os últimos dados sobre a inflação falam por si e refletem tanto as melhorias do lado da oferta (para além das perturbações de curto prazo causadas pelo risco geopolítico) como a rapidez com que, desta vez, a contração monetária foi transmitida à procura, através do canal do crédito.

A questão é saber o que pode alterar a rota que os mercados financeiros antecipam para os bancos centrais. E para além da sempre complexa calibração dos riscos geopolíticos (com o inescrutável «fator Trump» a pairar sobre o cenário de médio prazo), do território inexplorado da última milha no combate à inflação e dos efeitos das divergências cíclicas sectoriais e regionais (estas deverão reduzir-se na primeira metade do ano), o risco em centros financeiros

como o dos EUA é o de «morrer na praia» e passar de um cenário de *soft landing* para um cenário de *no landing*. Este não é o nosso cenário central, mas a realidade é que o crescimento recente do PIB (4% anualizado no segundo semestre de 2023) ou do emprego (quase 3 milhões de postos de trabalho nos últimos doze meses) está claramente acima do potencial, por mais otimistas que sejamos quanto aos efeitos da IA na produtividade. Para já, o fluxo de dados positivos sobre a atividade nos EUA apenas se traduziu num adiamento do momento em que os mercados antecipam o primeiro corte de taxas pela Fed, da reunião de março para a de maio ou junho, numa descida das estimativas de cortes acumulados de taxas em 2024 (de 150 para 100 p. b.) e numa correção das *yields* da dívida em cerca de 20 pontos base desde o início do ano, após o *rally* de novembro e dezembro. Este movimento também se verificou na Europa, neste caso mais pela relutância do núcleo duro do Conselho do BCE em ceder tão cedo do que pelos dados de atividade, que não estão a melhorar.

Em suma, uma vez que o cenário de cortes de taxas já está no radar dos mercados, as dúvidas centram-se agora em como será o caminho da normalização monetária e até onde irá. As opções são começar cedo e deixar o ritmo ser definido pelos dados ou, pelo contrário, esperar por sinais definitivos de que a inflação atingiu o seu objetivo e, nessa altura, estabelecer um caminho para os movimentos. No primeiro caso, assume-se o risco de uma surpresa negativa no comportamento da inflação, especialmente do lado da oferta, o que poderia complicar a «última milha». No segundo caso, os riscos de efeitos de segunda ordem e de um ambiente geopolítico difícil (Médio Oriente, eleições nos EUA, etc.) são minimizados, mas, em contrapartida, assume-se o risco de ir demasiado longe.

A chave para este ano é, por conseguinte, saber se a resiliência da economia global também cumprirá o significado linguístico: «capacidade de reagir e superar contrariedade ou situação de crise». Esta normalização dependerá da capacidade da política económica (monetária e fiscal) para ajustar a procura a uma oferta que ainda está a digerir os efeitos da incerteza geopolítica, das mudanças no mercado de trabalho ou da procura generalizada de autonomia estratégica.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

| | Média 2000-2007 | Média 2008-2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| TAXAS DE JURO | | | | | | | |
| Dólar | | | | | | | |
| 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 |
| Euro | | | | | | | |
| 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 |
| Alemanha | | | | | | | |
| 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 |
| Espanha | | | | | | | |
| 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 |
| Portugal | | | | | | | |
| 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 | 63,00 | 85,00 | 80 |
| TAXA DE CÂMBIO | | | | | | | |
| 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 | 0,83 | 0,87 |
| EUR/JPY (yenes por euro) | 129,56 | 126,06 | 128,82 | 142,85 | 156,99 | 158,00 | 146,00 |
| PETRÓLEO | | | | | | | |
| Brent (\$/barril) | 42,3 | 77,3 | 74,8 | 81,3 | 77,3 | 79,0 | 73,0 |
| Brent (euros/barril) | 36,4 | 60,6 | 66,2 | 76,8 | 70,9 | 70,5 | 63,5 |

Previsões

Variação 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 |
|---|--------------------|--------------------|------|------|------|------|------|
| CRESCIMENTO DO PIB | | | | | | | |
| Mundial | 4,5 | 2,9 | 6,3 | 3,5 | 2,8 | 2,9 | 3,1 |
| Países desenvolvidos | 2,7 | 1,0 | 5,6 | 2,6 | 1,4 | 1,1 | 1,7 |
| Estados Unidos | 2,7 | 1,5 | 5,8 | 1,9 | 2,5 | 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 | -0,3 | 0,3 | 1,4 |
| França | 2,2 | 0,3 | 6,4 | 2,5 | 0,9 | 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 | 2,3 | 1,8 | 2,4 |
| Espanha | 3,7 | -0,3 | 6,4 | 5,8 | 2,5 | 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 |
| Países emergentes e em desenvolvimento | 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 |
| INFLAÇÃO | | | | | | | |
| Mundial | 4,2 | 3,7 | 4,7 | 8,7 | 6,9 | 5,2 | 4,0 |
| Países desenvolvidos | 2,1 | 1,5 | 3,1 | 7,3 | 4,6 | 2,6 | 1,9 |
| Estados Unidos | 2,8 | 1,7 | 4,7 | 8,0 | 4,1 | 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 | 3,3 | 1,5 | 1,5 |
| Reino Unido | 1,6 | 2,2 | 2,6 | 9,1 | 7,4 | 3,6 | 2,3 |
| Países emergentes e em desenvolvimento | 6,7 | 5,5 | 5,9 | 9,8 | 8,5 | 7,1 | 5,4 |
| China | 1,7 | 2,6 | 0,9 | 2,0 | 0,3 | 2,0 | 1,6 |
| Índia | 4,5 | 7,3 | 5,1 | 6,7 | 5,7 | 5,0 | 4,5 |
| Brasil | 7,3 | 5,5 | 8,3 | 9,3 | 4,6 | 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 | 5,9 | 5,4 | 4,5 |
| Turquia | 22,6 | 9,8 | 19,6 | 72,3 | 53,4 | 52,6 | 29,0 |
| Polónia | 3,2 | 2,0 | 5,2 | 13,2 | 10,9 | 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 |
|---|--------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Agregados macroeconómicos | | | | | | | |
| 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 |
| Produto interno bruto | 1,5 | -0,2 | 5,7 | 6,8 | 2,3 | 1,8 | 2,4 |
| Outras variáveis | | | | | | | |
| Emprego | 0,4 | -0,6 | 2,2 | 2,2 | 1,1 | 0,4 | 0,3 |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa) | 6,1 | 11,0 | 6,7 | 6,2 | 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 público (% 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 |
|---|--------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Agregados macroeconómicos | | | | | | | |
| Consumo das famílias | 3,6 | -0,9 | 7,2 | 4,8 | 1,7 | 1,9 | 2,2 |
| Consumo das Adm. Públicas | 5,0 | 1,3 | 3,4 | -0,2 | 3,8 | 1,7 | 1,2 |
| Formação bruta de capital fixo | 5,6 | -2,0 | 2,8 | 2,4 | 0,6 | 2,4 | 3,0 |
| Bens de equipamento | 4,9 | -0,8 | 4,4 | 1,9 | -1,8 | 3,6 | 3,1 |
| Construção | 5,7 | -3,4 | 0,4 | 2,6 | 2,2 | 1,4 | 3,0 |
| Procura interna (contr. Δ PIB) | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 2,8 | 0,1 | 0,1 |
| Exportação de bens e serviços | 4,7 | 1,1 | 13,5 | 15,2 | 2,4 | -1,6 | 1,8 |
| Importação de bens e serviços | 7,0 | -1,0 | 14,9 | 7,0 | 0,3 | -0,7 | 2,4 |
| Produto interno bruto | 3,7 | -0,3 | 6,4 | 5,8 | 2,5 | 1,4 | 2,0 |
| Outras variáveis | | | | | | | |
| Emprego | 3,2 | -0,9 | 7,1 | 3,7 | 3,2 | 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 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 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 público (% PIB) ¹ | 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

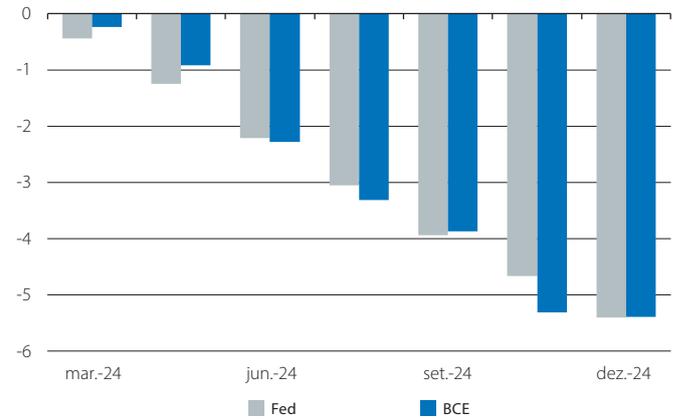
Um início de ano positivo nos mercados financeiros

As expectativas de cortes nas taxas de juro impulsionam o sentimento do mercado. A apetência dos mercados pelo risco começou em 2024, apoiada pela retórica da aterragem suave nas principais economias avançadas e por uma avaliação positiva dos dados macroeconómicos. Por conseguinte, com a perspetiva de que os bancos centrais conseguiram reduzir a inflação sem uma deterioração acentuada da atividade económica e do emprego, por enquanto, os investidores estão concentrados no próximo passo: os cortes das taxas de juro para regressar a uma política monetária neutra. Os mercados mantiveram uma leitura *dovish* dos bancos centrais e, portanto, esperam os primeiros cortes na primavera, descontando um total de cinco reduções (de 25 p. b. cada), no conjunto de 2024, tanto na Zona Euro como nos EUA. Tais expectativas conduziram a um tom positivo nas ações, que foi também reforçado pelas divulgações de resultados das empresas, que foram geralmente melhores do que o esperado pelo consenso dos analistas.

A Fed e o BCE consideram prováveis futuros cortes nas taxas, mas mantêm-se cautelosos. As reuniões de janeiro não surpreenderam, pois os bancos centrais das principais economias avançadas mantiveram, mais uma vez, as taxas de juro nos níveis atuais (o BCE manteve inalterada a taxa *depo* a 4,00% e a *refi* a 4,50%, e a Reserva Federal manteve a sua taxa de referência no intervalo de 5,25%-5,50%). Uma novidade foi o facto de, nas comunicações subsequentes, o tom parecer ter-se descontraido um pouco e os responsáveis terem reconhecido que se registaram progressos significativos na luta contra a inflação (embora sublinhando que a batalha ainda não está ganha e que ainda há algum caminho a percorrer). Os dados recentes sobre a inflação e a solidez do mercado de trabalho justificam que o BCE e a Fed ajam com cautela e não se apressem a reduzir as taxas demasiado cedo. Dessa forma, Christine Lagarde sublinhou que ainda é muito cedo para discutir cortes e evitou falar de um calendário para o BCE. Jerome Powell, por seu lado, foi explícito ao adiar a primeira redução da Fed para além de março, e as expectativas do mercado mudaram para maio (antes da reunião do FOMC, os mercados atribuíam uma probabilidade de quase 50% a um primeiro corte já em março). Outros bancos centrais seguiram uma estratégia semelhante, com o Banco de Inglaterra, o Banco do Canadá e o Norges Bank da Noruega a manterem as taxas e a indicarem que estão a avançar cautelosamente para cortes. O Banco do Japão também manteve as taxas estáveis e não fez alterações à sua política monetária, embora tenha deixado uma janela aberta para um possível relaxamento do controlo da curva de rendimentos, sinalizando uma maior confiança na possibilidade de atingir o seu objetivo de inflação.

Os rendimentos soberanos registam movimentos de vaivém. O tom cauteloso dos bancos centrais, como já foi referido, levou os mercados a prever os primeiros cortes nas taxas num futuro

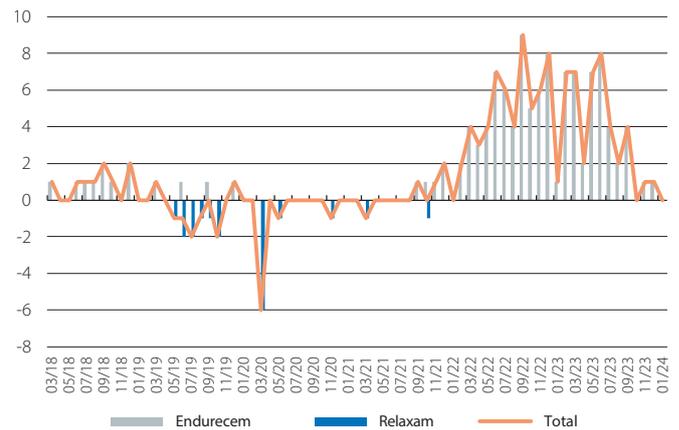
Número de cortes das taxas de juro descontados pelo mercado (Número)



Nota: Número de cortes (de 25 p. b. cada um) implicados nos forwards sobre o EFRR e a taxa OIS da Zona Euro.

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

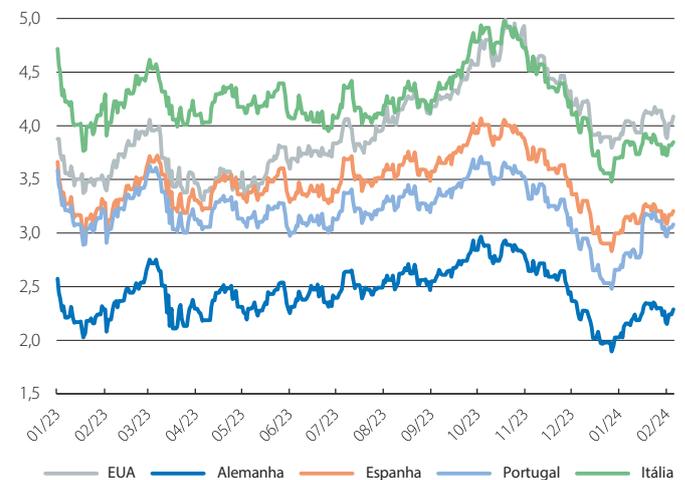
Os bancos centrais das economias avançadas estão a ajustar as taxas (Número)



Nota: Amostra de 11 economias avançadas.

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.

próximo. Contudo, a procura de precisão quanto ao mês exato em que esses cortes terão início provocou volatilidade nas taxas de juro da dívida soberana e a probabilidade de reduções implícitas nos mercados financeiros. Ainda que na primeira quinzena de janeiro as taxas de rendibilidade soberanas tenham subido até 30 p. b. para o *bund* alemão a 10 anos e 20 p. b. para o *bund* norte-americano a 10 anos, a tendência inverteu-se significativamente após as reuniões do BCE e da Fed, com as subseqüentes quedas na extremidade mais curta das curvas a serem particularmente notáveis. A divulgação de fortes dados sobre o emprego nos EUA provocou, no entanto, uma nova reviravolta na última semana de janeiro, com a subida das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas e a volatilidade das previsões de cortes nas taxas dos bancos centrais.

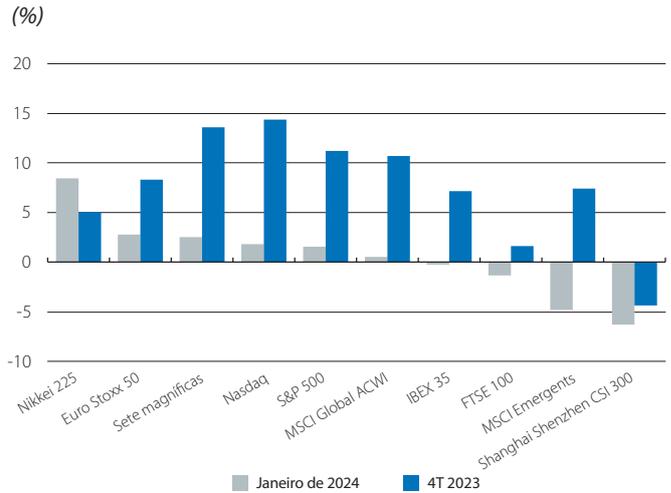
As bolsas internacionais registam mais um mês de ganhos.

De um modo geral, os mercados acionistas registaram mais um mês de ganhos, prolongando o *ralli* do último trimestre, com o sentimento dos investidores apoiado por dados económicos positivos e surpresas geralmente favoráveis no início da época de resultados das empresas do 4T 2023. O mercado bolsista japonês foi particularmente forte, subindo quase 8% no início do ano, beneficiando da perspetiva de que o Banco do Japão levará mais alguns meses para se afastar das taxas de juro negativas. Os resultados na Zona Euro foram díspares por geografia, mas o balanço global foi positivo e as principais bolsas avançaram perto de 1% (o IBEX 35 espanhol e o PSI-20 português foram a exceção e fecharam ligeiramente negativos). Nos EUA as grandes empresas tecnológicas voltaram a liderar os ganhos, levando o S&P 500 a cinco máximos consecutivos e fechando o mês com novos ganhos. A exceção do tom positivo foi a China, onde a bolsa de Xangai registou perdas de mais de 5% face às dificuldades persistentes no mercado imobiliário, e o sentimento negativo acentuou-se depois de um tribunal de Hong Kong ter ordenado a dissolução do gigante imobiliário Evergrande.

O dólar dá a volta por cima. O dólar foi outro ativo que capitalizou a narrativa e as alterações nas expetativas de taxas e, face aos fortes dados de atividade dos EUA e à possibilidade de estes poderem atrasar um pouco os primeiros cortes de taxas da Fed, valorizou-se em relação aos seus principais pares (exceto o iene) até 2%, após uma fraqueza acentuada no final do ano passado. A cotação com o euro manteve-se no intervalo entre 1,08 e 1,09 dólares, depois de ter atingido 1,10 dólares em dezembro.

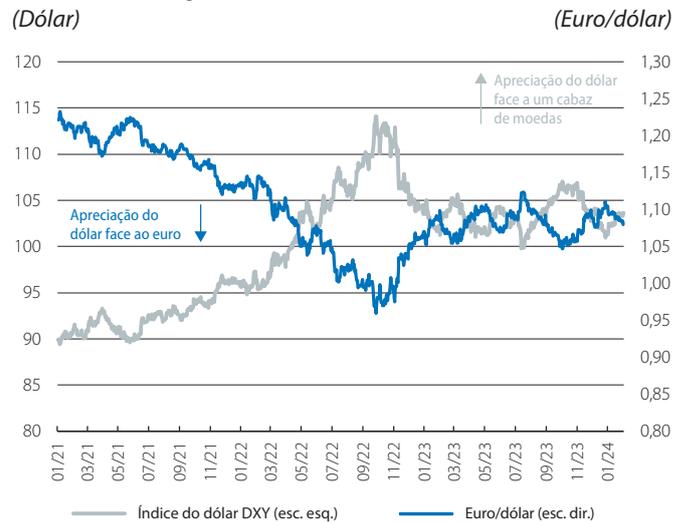
A resiliência económica estabiliza os preços da energia. A cotação do petróleo Brent, após três meses consecutivos de perdas, manteve-se relativamente estável em cerca de 80 dólares/barril em janeiro, suportada por dados favoráveis de atividade nas principais economias mundiais, que ajudaram a sustentar as expetativas de procura de crude, e pela própria incerteza gerada no mercado pelas tensões no Médio Oriente. Já o preço europeu do gás (TTF) continuou a oscilar ligeiramente abaixo dos 30 euros/MWh, um pouco abaixo da média do 4T 2023, mas ainda significativamente acima dos valores pré-pandemia.

Desempenho dos principais índices bolsistas



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

EUA: valorização do dólar



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

Petróleo e gás: evolução dos preços da energia



Fonte: Referência TTF do gás natural (esc. dir.)

Alterações nas expectativas de política monetária dos mercados financeiros

Após quase dois anos de subida das taxas de juro, em 2023, os principais bancos centrais atingiram o seu pico e reajustaram a sua estratégia: em vez de aumentar mais as taxas oficiais, a contração monetária seria canalizada através da sustentação desse pico durante algum tempo. Contudo, já no outono, os mercados financeiros questionavam esta narrativa. Porquê?

Narrativas de mercado anteriores...

Os dois primeiros gráficos mostram a evolução diária das expectativas dos mercados financeiros para a evolução futura das taxas de juro da Fed e do BCE (ou seja, as taxas implícitas).¹ Olhando para o final de 2021, a contração monetária dos últimos dois anos apanhou os investidores de surpresa: nos EUA viram as taxas da Fed a 1,25%-1,50% a 3 anos (contra os atuais 5,25%-5,50%), enquanto na Europa estavam a prever -0,20% (contra os 4,00% observados). Conforme a Fed e o BCE aumentavam as taxas, os mercados aumentavam as suas expectativas, na medida em que a restritividade cíclica da política monetária se transformou numa mudança estrutural da visão sobre as taxas de juro, com os investidores a abandonarem a narrativa de «taxas baixas sustentadas por razões estruturais» (como a produtividade e a demografia). De tal forma que, em setembro último, os mercados previam taxas de longo prazo da Fed de 3,75%-4,00% (+250 p.b. vs. expectativas pré-pandemia) e do BCE em 3,25% (+275 p.b.).

Esta narrativa do mercado foi rapidamente invertida. Mediante a análise das flutuações diárias das suas expectativas de política monetária, podemos identificar os principais acontecimentos e dados económicos que acompanharam a mudança para uma nova narrativa de cortes rápidos e sustentados das taxas em 2024. O primeiro grande movimento teve lugar a 1 de novembro do ano passado nos EUA com uma queda de mais de 15 p.b. nas implícitas a 1 ano da Fed, após a reunião do próprio banco central (onde não foram anunciadas quaisquer alterações) e os fracos números da atividade industrial (indicador ISM). O ajustamento ganhou ímpeto dois dias depois, com as implícitas a descerem novamente quase 20 p.b. na sequência de um arrefecimento nos números do emprego e do ISM dos serviços. Sem a publicação de dados importantes na Europa, as implícitas do BCE foram parcialmente arrastadas para baixo pelos EUA até 14 de novembro, uma data-chave na mudança de narrativa, quando as implícitas da Fed e do BCE caíram quase 25 p.b. e mais de 10 p.b., res-

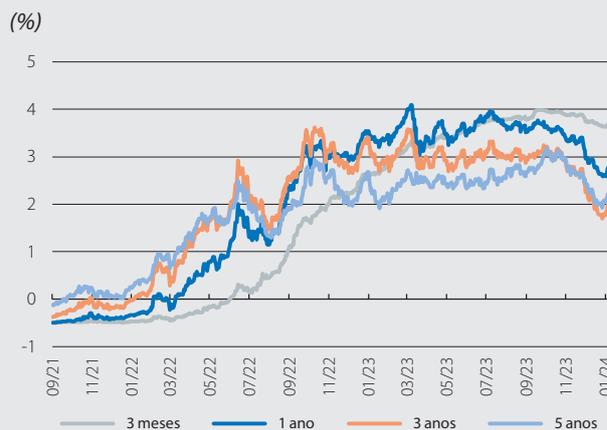
1. Tais expectativas não são observáveis, mas inferimo-las com os *forwards* estimados (ou implícitas) de acordo com Svensson, L. E. (1994). «Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994». NBER Working Paper.

EUA: expectativas do mercado quanto à taxa diretora do Fed em diferentes horizontes



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

Zona Euro: expectativas do mercado quanto à taxa diretora do BCE em diferentes horizontes



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

petivamente, após a publicação de um PIB negativo na Zona Euro (-0,1% intertrimestral no 3T) e, sobretudo, com dados de inflação (IPC) nos EUA abaixo do esperado. O reequilíbrio do mercado foi concluído entre o final de novembro e o início de dezembro, coincidindo com dados fracos sobre o sentimento e a atividade (confiança dos consumidores, ISM e PMI), com o abrandamento da inflação europeia para 2,4% em novembro e com o testemunho de Christine Lagarde perante o Parlamento Europeu (que salientou sinais de arrefecimento no mercado de trabalho). Nesta altura, as implícitas mal reagiram aos números da inflação de novembro dos EUA e corrigiram ligeiramente em alta após a divulgação de dados que mostram uma aceleração no mercado de trabalho dos EUA em novembro.

...e as narrativas atuais

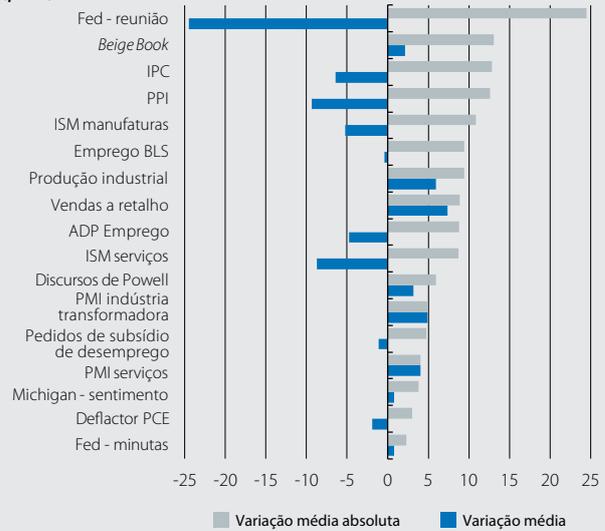
Após uma derradeira queda nas taxas implícitas nas reuniões de dezembro da Fed (-32 p.b. no dia) e do BCE (-9 p.b.), as expetativas dos investidores estabilizaram em torno de um cenário em que os mercados veem a Fed e o BCE a reduzir as taxas na primavera e a baixá-las em quase 150 p.b. em 2024, no seu conjunto. Independentemente da casuística de cada sessão de mercado e dos dados económicos, os movimentos diários evidenciados mostram um reajustamento das expetativas liderado pelos EUA e seguido pela Europa, dominado por uma leitura *dovish* das reuniões da Fed e do BCE, e especialmente desencadeado por bons dados de inflação, mas também por um arrefecimento da atividade económica (ver terceiro gráfico). O resultado foi que as implícitas a prazo a 1 ano se situaram entre 80 p.b. e 100 p.b. mais baixas do que em setembro de 2023 e, também de forma notável, reduziram significativamente as implícitas de longo prazo (em cerca de 70 p.b.), apesar da natureza cíclica do movimento².

O reajustamento das expetativas dos mercados financeiros foi abrupto³ e, uma vez consolidado, relativamente insensível a novos dados sobre a atividade ou a inflação. A evolução da inflação e das suas perspetivas, por outro lado, são um pouco mais graduais. Para além dos efeitos de base que, especialmente na comparação homóloga dos preços da energia, contribuíram para a rápida desinflação, indicadores mais em tempo real, como o *momentum*,⁴ já permitem vislumbrar o objetivo de 2% para a inflação, mas também sublinham que ainda há algum caminho a percorrer. Na Zona Euro, por exemplo, a percentagem de preços do cabaz com um *momentum* superior a 2,5% caiu de 65% no verão para 38% em dezembro, uma descida notável mas ainda longe do nível pré-pandémico de 15%. Nos EUA, esta percentagem normalizou para os níveis pré-pandémicos, mas com uma diferença não negligenciável: a habitação, uma das mais de 80 rubricas da análise, que representa mais de 30% do cabaz global, apresenta um *momentum* superior a 5% e está a demorar mais tempo do que o previsto a arrefecer.⁵

A par desta nova narrativa do mercado, os bancos centrais também apontam para cortes nas taxas em 2024, mas de forma mais cautelosa. Porventura por reconhecerem, tal

2. Em termos formais, as taxas de longo prazo da Fed e do BCE devem refletir fatores estruturais e ser pouco influenciadas por flutuações de curto prazo nos dados económicos. A volatilidade observada nas implícitas sugere, no entanto, que as expetativas do mercado não correspondem a este pressuposto.
 3. Nos EUA, só quatro sessões somaram (cumulativamente) uma descida bruta das expetativas de 90 p.b.
 4. O *momentum* consiste na variação trimestral homóloga do IPC corrigido de sazonalidade e capta melhor as tendências recentes do que as variações homólogas (que são mais afetadas por efeitos de base). Em dezembro, foi de 1,2% na Zona Euro e de 2,8% nos EUA.
 5. Consulte o Focus «A importância das rendas para a inflação nos EUA» in IM09/2023.

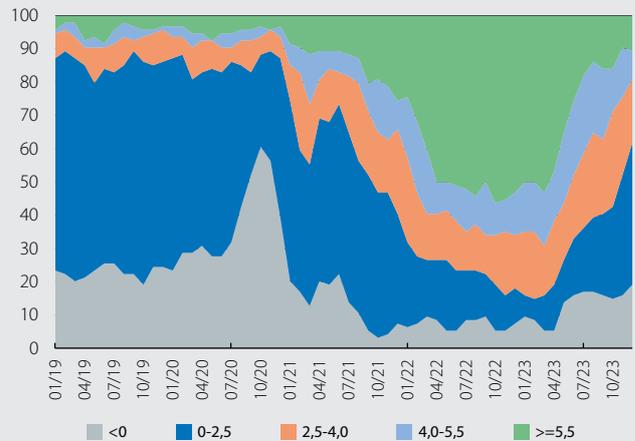
Variação das taxas implícitas da Fed de acordo com o indicador publicado (p. b.)



Notas: O período analisado vai de 30/09/2023 a 19/01/2024. Taxa de juro implícita fed funds a um horizonte futuro de um ano.

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

Zona Euro: composição do IHPC global em função do momentum das componentes (% das componentes do cabaz)



Notas: O momentum é definido como a variação trimestral homóloga do IHPC (corrigido de sazonalidade). A composição baseia-se na repartição do IHPC em 94 componentes.

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

como os mercados, os bons dados relativos à inflação, mas antes de tomarem uma atitude querem ter um elevado grau de confiança de que a inflação regressará em breve ao objetivo, especialmente tendo em conta a força continuada do mercado de trabalho e a necessidade de reforçar a credibilidade após dois anos de crise inflacionista. Os valores da inflação nos próximos meses, num vasto universo de indicadores, serão fundamentais para determinar se prevalece a opinião dos mercados ou a maior prudência dos bancos centrais.

Taxas de juro (%)

| | 31-janeiro | 31-dezembro | Varição mensal (p. b.) | Varição acum. em 2024 (p. b.) | Varição homóloga (p. b.) |
|-------------------------------------|------------|-------------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Zona Euro | | | | | |
| Refi BCE | 4,50 | 4,50 | 0 | 0,0 | 150,0 |
| Euribor 3 meses | 3,91 | 3,91 | 0 | -0,4 | 134,0 |
| Euribor 12 meses | 3,57 | 3,51 | 6 | 5,9 | 17,1 |
| Dívida pública a 1 ano (Alemanha) | 3,15 | 3,26 | -11 | -11,0 | 49,1 |
| Dívida pública a 2 anos (Alemanha) | 2,43 | 2,40 | 2 | 2,4 | -19,6 |
| Dívida pública a 10 anos (Alemanha) | 2,17 | 2,02 | 14 | 14,2 | -13,0 |
| Dívida pública a 10 anos (Espanha) | 3,09 | 2,99 | 10 | 9,7 | -13,8 |
| Dívida pública a 10 anos (Portugal) | 2,97 | 2,66 | 31 | 31,3 | -16,7 |
| EUA | | | | | |
| Fed funds (limite superior) | 5,50 | 5,50 | 0 | 0,0 | 75,0 |
| SOFR 3 meses | 5,32 | 5,33 | -2 | -1,6 | 60,8 |
| Dívida pública a 1 ano | 4,71 | 4,76 | -6 | -5,5 | -13,7 |
| Dívida pública a 2 anos | 4,21 | 4,25 | -4 | -4,3 | -26,6 |
| Dívida pública a 10 anos | 3,91 | 3,88 | 3 | 3,3 | 27,3 |

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

| | 31-janeiro | 31-dezembro | Varição mensal (p. b.) | Varição acum. em 2024 (p. b.) | Varição homóloga (p. b.) |
|-------------------------------|------------|-------------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Itraxx Corporativo | 60 | 59 | 1 | 1,3 | -14,8 |
| Itraxx Financeiro Sénior | 70 | 67 | 3 | 3,4 | -14,0 |
| Itraxx Financeiro Subordinado | 131 | 123 | 8 | 8,4 | -16,7 |

Taxas de câmbio

| | 31-janeiro | 31-dezembro | Varição mensal (%) | Varição acum. em 2024 (%) | Varição homóloga (%) |
|----------------------------|------------|-------------|--------------------|---------------------------|----------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,082 | 1,104 | -2,0 | -2,0 | 0,9 |
| EUR/JPY (ienes por euro) | 158,950 | 155,720 | 2,1 | 2,1 | 11,7 |
| EUR/GBP (libras por euro) | 0,853 | 0,867 | -1,7 | -1,7 | -4,5 |
| USD/JPY (ienes por dólar) | 146,920 | 141,040 | 4,2 | 4,2 | 10,7 |

Matérias-primas

| | 31-janeiro | 31-dezembro | Varição mensal (%) | Varição acum. em 2024 (%) | Varição homóloga (%) |
|-------------------------------|------------|-------------|--------------------|---------------------------|----------------------|
| Índice CRB de matérias primas | 521,5 | 510,3 | 2,2 | 2,2 | -5,4 |
| Brent (\$/barril) | 81,7 | 77,0 | 6,1 | 6,1 | 0,9 |
| Ouro (\$/onça) | 2.039,5 | 2.063,0 | -1,1 | -1,1 | 9,2 |

Rendimento variável

| | 31-janeiro | 31-dezembro | Varição mensal (%) | Varição acum. em 2024 (%) | Varição homóloga (%) |
|--------------------------|------------|-------------|--------------------|---------------------------|----------------------|
| S&P 500 (EUA) | 4.845,7 | 4.769,8 | 1,6 | 1,6 | 17,9 |
| Eurostoxx 50 (Zona Euro) | 4.648,4 | 4.521,4 | 2,8 | 2,8 | 10,5 |
| Ibex 35 (Espanha) | 10.077,7 | 10.102,1 | -0,2 | -0,2 | 10,0 |
| PSI 20 (Portugal) | 6.322,8 | 6.396,5 | -1,2 | -1,2 | 7,0 |
| Nikkei 225 (Japão) | 36.286,7 | 33.464,2 | 8,4 | 8,4 | 31,0 |
| MSCI emergentes | 975,8 | 1.023,7 | -4,7 | -4,7 | -3,8 |

Economia internacional: de menos a mais

Do medo da estagnação ao desejo de uma aterragem suave. Num contexto de incerteza geopolítica, taxas de juro elevadas e arrefecimento da procura mundial, as principais economias avançadas terminaram 2023 mais resilientes do que o previsto há alguns trimestres, apoiadas por mercados de trabalho fortes e pelo dinamismo de alguns fatores de oferta (com efeitos desfasados do desvanecimento dos estrangulamentos mundiais e da normalização final pós-pandemia nos sectores mais atrasados). Associada a uma descida rápida da inflação nos últimos meses, tudo isto se traduziu numa mudança de narrativa para as economias avançadas, que deixaram para trás os receios estagflacionistas de 2023 e abraçaram a esperança de uma aterragem suave em 2024, com o objetivo de fazer baixar definitivamente a inflação sem deteriorar ainda mais a atividade económica (ou mesmo de lhe dar algum espaço de manobra, graças a uma certa recuperação do poder de compra e à flexibilização das condições financeiras que deverá conduzir aos primeiros cortes das taxas pelos bancos centrais). Esta nova abordagem ficou bem refletida nas últimas perspetivas do FMI para a economia mundial, apresentadas em janeiro, com a previsão de um ano 2024 «de menos a mais» para a Zona Euro e um ligeiro abrandamento nos EUA, enquanto a economia chinesa continua a ser afetada pelas ramificações da sua crise imobiliária e pelo conseqüente abrandamento do consumo e do investimento.

O mapa de risco não diminui. À luz da esperança de uma aterragem suave, o cenário económico é marcado por uma série de riscos, abundantes, mas dominados pelo fator geopolítico. E assim foi no início do ano. Em janeiro, entre todos os conflitos ativos e latentes, as tensões no Mar Vermelho provocaram um aumento significativo dos custos de transporte marítimo (especialmente entre a Europa e a Ásia), enquanto vários indicadores revelaram atrasos nas entregas de carga. Estes sinais fizeram pairar a sombra de novos estrangulamentos, embora, por enquanto, a situação atual pareça ter um impacto macroeconómico muito limitado na inflação e na atividade (por exemplo, algumas estimativas falam de apenas +0,1 p.p. ou +0,2 p.p. na inflação subjacente nas economias europeias).

Arrefecimento desigual da atividade económica no final de 2023... Os números do PIB divulgados em janeiro mostram dinâmicas díspares entre as principais economias internacionais no final de 2023. A Zona Euro, por um lado, manteve o marasmo dos últimos trimestres, com o PIB a estagnar no 4º trimestre (0,0% em termos trimestrais, depois de -0,1% no 3º trimestre e +0,1% no 2º trimestre), pesando a fraqueza da Alemanha (-0,3%) e a mesma estagnação em França (0,0%), enquanto a Itália (+0,2%) e sobretudo a Espanha (+0,6%) mostraram um melhor tom. Em contrapartida, o PIB dos EUA avançou um sólido 0,8% trimestralmente, por cima tanto do que sugeriam os indicadores como do que previa o consenso de analistas, e com um suporte notável do consumo. Deste modo, os EUA conseguiram registar um crescimento de 2,5% em 2023 no seu conjunto, um valor notável não só em comparação com 1,9% em 2022 mas, sobretudo, em comparação com os 0,4% previstos pelo consenso dos analistas há um ano. Finalmente, a atividade da China abrandou para +1,0% em termos trimestrais no quarto trimestre (1,5% no terceiro trimestre), mas conseguiu cumprir o objetivo das autoridades de 5,2% para o conjunto do ano.

FMI: previsões do PIB

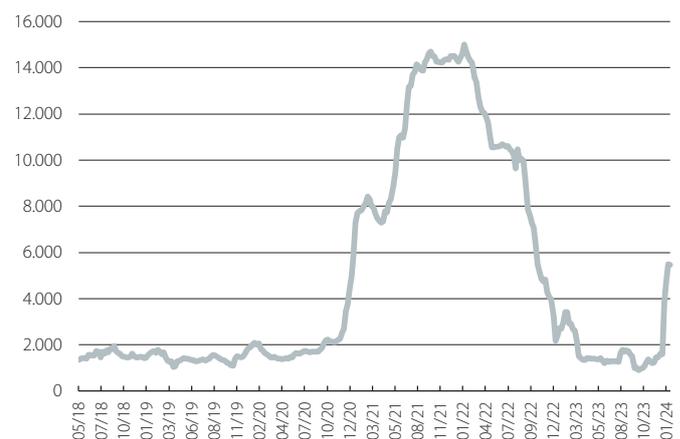
Varição homóloga (%)

| | Estimativa | | Previsão | | Varição em relação ao WEO Out. 2023 | |
|--|------------|------|----------|------|-------------------------------------|--|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | |
| Economia mundial | 3,1 | 3,1 | 3,2 | 0,2 | 0,0 | |
| Economias avançadas | 1,6 | 1,5 | 1,8 | 0,1 | 0,0 | |
| EUA | 2,5 | 2,1 | 1,7 | 0,6 | -0,1 | |
| Zona Euro | 0,5 | 0,9 | 1,7 | -0,3 | -0,1 | |
| Alemanha | -0,3 | 0,5 | 1,6 | -0,4 | -0,4 | |
| França | 0,8 | 1,0 | 1,7 | -0,3 | -0,1 | |
| Itália | 0,7 | 0,7 | 1,1 | 0,0 | 0,1 | |
| Espanha | 2,4 | 1,5 | 2,1 | -0,2 | 0,0 | |
| Economias emergentes e em desenvolvimento | 4,1 | 4,1 | 4,2 | 0,1 | 0,1 | |
| China | 5,2 | 4,6 | 4,1 | 0,4 | 0,0 | |
| Índia | 6,7 | 6,5 | 6,5 | 0,2 | 0,2 | |
| Rússia | 3,0 | 2,6 | 1,1 | 1,5 | 0,1 | |
| Brasil | 3,1 | 1,7 | 1,9 | 0,2 | 0,0 | |
| África do Sul | 0,6 | 1 | 1,3 | -0,8 | -0,3 | |

Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO, atualização de janeiro de 2024).

Custo do transporte marítimo de mercadorias entre a China e a Europa

(Dólares por contentor FEU)

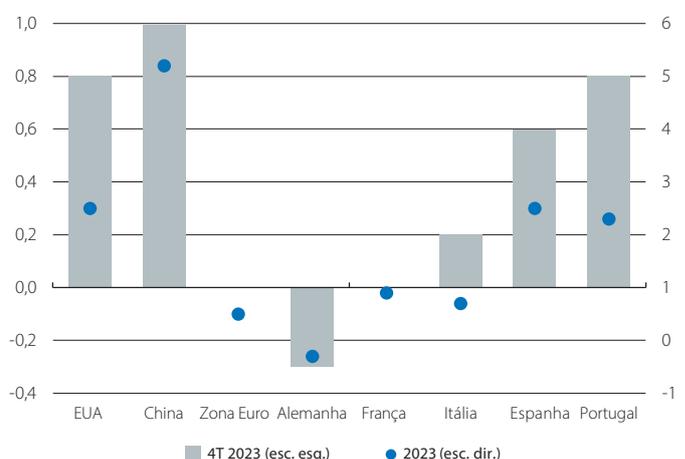


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Global: PIB

Varição em termos trimestrais (%)

Varição homóloga (%)



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

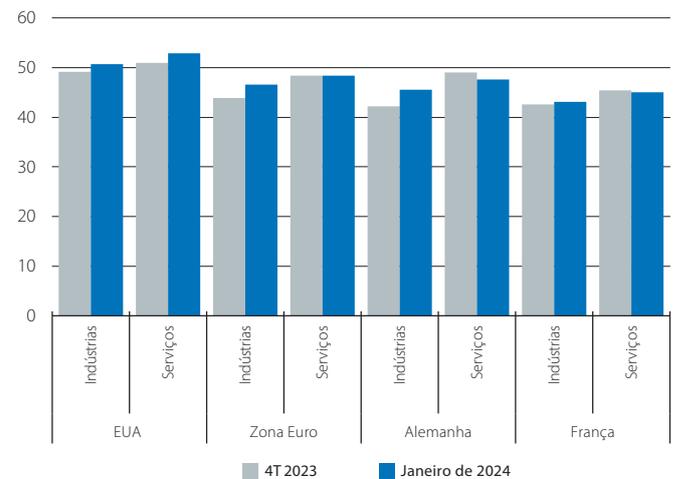
...e 2024 começa com inércia. Os primeiros dados de atividade do ano continuaram a mostrar economias avançadas a diferentes velocidades. O índice PMI na Zona Euro manteve-se próximo, mas abaixo dos 50 pontos que demarcam a expansão e a contração da atividade, tanto no sector da indústria transformadora (46,6 pontos em janeiro, o melhor registo dos últimos 10 meses, mas registando agora 19 meses consecutivos em território de contração) como no dos serviços (48,4 pontos, e na zona de contração pelo sexto mês consecutivo). Também o sentimento económico se manteve numa zona de penumbra (o índice ESI situou-se em 96 pontos em janeiro, um pouco abaixo da média histórica), enquanto que, apesar da força do mercado de trabalho (a taxa de desemprego manteve-se num nível baixo de 6,4% em dezembro), começam a surgir alguns sinais de arrefecimento na criação de emprego (o indicador das expectativas de emprego da Comissão Europeia desceu para 102,5 pontos, ainda acima da sua média histórica). A atividade nos EUA, pelo contrário, exhibe dinamismo nos primeiros compassos do ano, com os *nowcasts* da Reserva Federal de Atlanta e de Nova Iorque a apontarem para um crescimento do PIB de 0,8%-1,0% em termos trimestrais no 1º trimestre. Adicionalmente, o mercado de trabalho norte-americano manteve-se muito mais forte do que o esperado em janeiro, com uma criação de emprego de +353.000 (e revisões estatísticas em alta nos meses anteriores) e uma taxa de desemprego baixa de 3,7%.

A inflação aproxima-se dos 2%, mas ainda falta percorrer a última milha. Paralelamente aos bons números relativos ao emprego e ao desemprego, os dados salariais revelam um crescimento entre 4% e 5% nos dois lados do Atlântico e, os chamados efeitos de segunda ordem (a inter-relação entre preços, salários e lucros), constituem uma das chaves para que a inflação se situe finalmente nos 2% nos próximos trimestres. Os valores da inflação têm evoluído favoravelmente até agora, impulsionados pelo fim do choque energético direto e pelo quase desaparecimento dos seus efeitos indiretos. Por conseguinte, os dados de janeiro da Zona Euro refletem uma inflação global de 2,8%, com os preços da energia a caírem 6,3% em termos homólogos e a inflação subjacente a descer para 3,3% (ajudada pela desinflação dos bens industriais não energéticos em 2,0%, mas travada pela estabilidade dos serviços em 4,0%). Nos Estados Unidos, com dados mais desfasados, a inflação global do IPC em dezembro foi de 3,4% em termos homólogos e a inflação subjacente de 3,9%, refreada pelas taxas ainda elevadas da componente da habitação (que se move com um desfasamento), enquanto o crescimento dos preços do PCE (a medida preferida da Fed) se situou em 2,6%.

A atividade da China cumpre mas não dissipa as dúvidas. Ao atingir o objetivo de «cerca de 5%» até 2023, o PIB da China cumpriu sem problemas, em parte graças a efeitos de base estatisticamente favoráveis (recorde-se que o país abandonou as políticas de COVID-19 zero há pouco mais de um ano). Nos últimos meses, porém, as perspetivas para o PIB em 2024 foram revistas em baixa (o último consenso dos analistas aponta para 4,6%). No mês passado, os indicadores continuaram a não mostrar sinais claros de melhoria. Especificamente, o PMI estatal para o sector não transformador subiu 0,3 pontos em janeiro para 50,7, pouco acima do limiar de 50 que indica crescimento, enquanto o do sector transformador se manteve, pelo quarto mês consecutivo, em valores compatíveis com declínios na atividade, embora cada vez mais modestos (49,2 vs. 49,0).

Economias avançadas: PMI

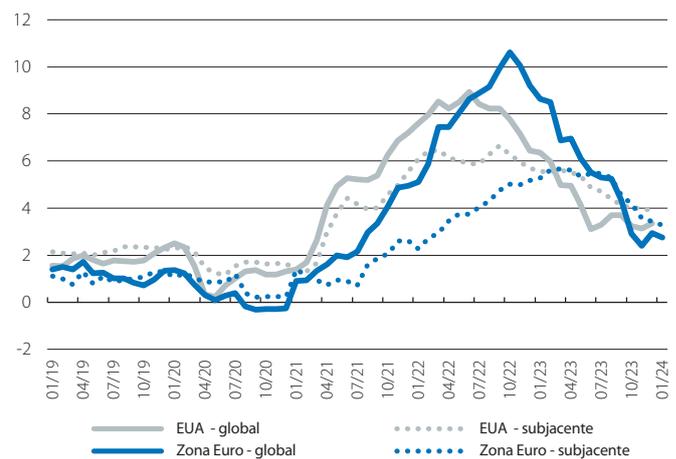
(Índice)



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

Economias avançadas: IPC

Variação homóloga (%)

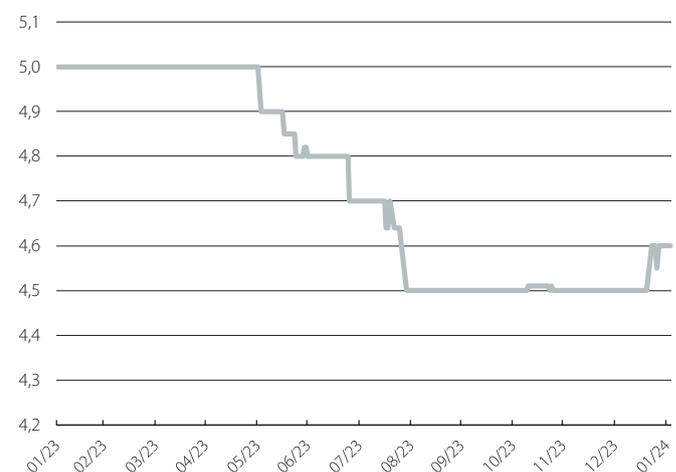


Nota: A subjacente exclui a energia e todos os produtos alimentares.

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

China: previsão do PIB para 2024

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com base nas Previsões de Consenso da Bloomberg.

Ano de eleições nos EUA

Mais de metade da população mundial é chamada às urnas em 2024 para participar em eleições. Já assistimos às realizadas em Taiwan, ganhas pelo Partido Democrático Progressista, a opção que marca a maior distância em relação à China continental, e antes de julho assistiremos a eleições na Indonésia (14 de fevereiro), na Rússia (17 de março), na Índia (entre abril e maio), no México (2 de junho), no Parlamento Europeu (9 de junho) e em Portugal (10 de março). As eleições presidenciais norte-americanas de 5 de novembro terão provavelmente o maior impacto económico e mediático a nível mundial, com as sondagens a apontarem para uma repetição do confronto entre o atual Presidente Joe Biden e o antigo Presidente Donald Trump. No presente artigo, iremos fornecer-lhe algum contexto para compreender a corrida eleitoral até 5 de novembro e explicar-lhe algumas das implicações para os mercados financeiros e para a Reserva Federal.

Disputa eleitoral com incertezas, mas que aponta para um novo confronto entre Biden e Trump

Começou em janeiro a corrida eleitoral com as primárias para saber quem será o candidato do Partido Republicano às eleições presidenciais, e todas as sondagens apontam para a vitória do antigo presidente Donald Trump. As votações realizadas até ao momento da redação deste artigo foram as caucuses de Iowa e as primárias de New Hampshire. Trump venceu no Iowa com pouco mais de 50% dos votos e o segundo e quarto candidatos (Ron DeSantis e Vivek Ramaswamy, respetivamente) suspenderam a sua campanha e transferiram o seu apoio para o antigo presidente. Em New Hampshire, na segunda corrida, Trump voltou a vencer, embora por uma margem menor do que a segunda e única alternativa, a antiga embaixadora dos EUA na ONU, Nikki Haley.

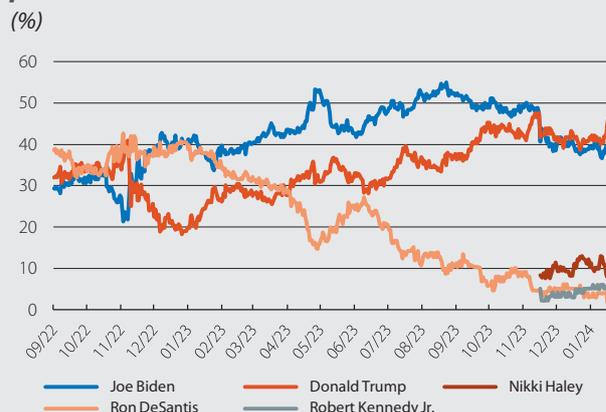
Sem surpresas na esfera judicial e, como todas as sondagens sugerem, se a nomeação de Trump pelos republicanos for confirmada, e na ausência de grandes choques no partido democrata, estaremos de novo perante um confronto entre Joe Biden e Donald Trump. As probabilidades de aposta mostram uma corrida muito renhida entre estes dois candidatos. O que será relevante, porém, é ver o desempenho de cada candidato nos *swing states*, que são os que acabam por decidir o resultado (os estados mais apertados que acabaram por dar a vitória a Joe Biden em 2020 foram o Nevada, o Arizona, o Wisconsin, o Michigan, a Geórgia e a Pensilvânia). As últimas sondagens estaduais prevêem uma vitória republicana na maioria destes estados, o que faria pender a balança a favor de Donald Trump. Os fatores que, em última análise, farão pender a balança para um lado ou para o outro são, no entanto, os seguintes: (i) a presença de terceiras opções, como Robert Kennedy Jr., que, segundo algumas sondagens, poderia obter

Países que realizam eleições presidenciais e/ou legislativas em 2024



Fonte: BPI Research, com base em dados do The Time.

Probabilidade de vitória nas eleições presidenciais



Nota: Probabilidade de vitória implícita com base nas probabilidades de apostas do portal PredictIt.

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

cerca de 20% dos votos em alguns Estados¹ e (ii) a situação económica. Na eventualidade de a economia norte-americana, e em particular o seu mercado de trabalho, se aproximar das eleições com uma tração dinâmica, como é atualmente o caso, e com uma inflação mais moderada, tal poderá favorecer o atual presidente (*incumbent*). Em contrapartida, na hipótese de uma *hard landing* da economia ou de uma reviravolta na dinâmica inflacionista que a faça subir de novo, o contexto seria mais favorável ao candidato republicano.

Não obstante, para além do desempenho dos dados macroeconómicos, os indicadores que podem determinar o grau de apoio ao atual Presidente Biden são os relacionados

1. Regra geral, o ímpeto destas terceiras opções desvanece-se nas sondagens à medida que os eleitores se apercebem de que o seu voto pode acabar por não ser um voto útil.

com o sentimento económico. O índice de sentimento do consumidor da Universidade de Michigan é um bom exemplo, pois tenta captar a perceção que os consumidores, e afinal os eleitores, têm da evolução recente e esperada da economia. Conforme se pode observar no terceiro gráfico, nas eleições em que o partido que detinha a presidência dos EUA perdeu, o índice de sentimento económico da Universidade de Michigan foi, em média, 10 pontos mais baixo do que nos anos em que ocuparam a presidência.

Neste momento, porém, a força da economia americana não se traduz numa boa perceção da mesma: um estudo² explica que a confiança dos consumidores está cerca de 20% abaixo do que a sua relação histórica com o mercado de trabalho, a inflação e o consumo privado sugere, que alguns analistas apelidaram como *vibesession*.³

O efeito das eleições presidenciais nos mercados financeiros e na Reserva Federal

Os anos de eleições geram incerteza quanto ao presidente dos EUA e ao tipo de política económica, externa ou interna que irá prosseguir.⁴ Tal é evidenciado pelo desempenho do índice VIX, uma *proxy* da volatilidade do mercado bolsista dos EUA, em anos de eleições. Conforme se pode ver no último gráfico, cerca de 60 dias antes das eleições, este índice tende a recuperar e a atingir níveis que se situam entre os máximos anuais.

Uma das implicações da eleição da Reserva Federal será no que respeita às nomeações para o FOMC. O presidente eleito terá de escolher, durante o seu mandato, um novo presidente da Fed (o mandato de Jerome Powell termina em maio de 2026) e dois lugares vagos no FOMC (o de Adriana Kugler, que termina em janeiro de 2026, e o de Jerome Powell, que termina em janeiro de 2028). Entretanto, é comum dizer-se que, nos meses que antecedem as eleições, a Fed tenta manter as taxas de juros inalteradas para não adicionar ou subtrair estímulos à economia e para ser neutro em relação ao *incumbent* e ao outro candidato.⁵ No entanto, dado o estado atual da economia, a inflação e as expectativas atuais sobre as taxas de juros, acreditamos que a Fed dará prioridade à adequação da sua política monetária às necessidades do cenário e, por-

2. Ver Cummings, R. y Mahoney, N. «Asymmetric amplification and the consumer sentiment gap» en Briefing Book.

3. Um jogo de palavras entre as palavras *vibes* e recessão : pessimismo generalizado em relação à economia, independentemente da situação económica real.

4. Note-se que, a 5 de novembro, serão também votados 34 dos 100 lugares do Senado e todos os 435 lugares da Câmara dos Representantes. Do total de 34 lugares a disputar no Senado, sete estão atualmente nas mãos dos democratas e situam-se em estados onde a maioria apoia os republicanos, podendo quebrar o atual empate de 50-50 na Câmara Alta. Na Câmara dos Representantes, as sondagens indicam um resultado mais próximo. Na hipótese de uma vitória republicana (democrata) nas eleições presidenciais, mas com um Senado e uma Câmara dos Representantes democratas (republicanos), Donald Trump (Joe Biden) teria dificuldade em fazer aprovar legislação.

5. Em 1996, 2000, 2012, 2016 e 2020, a Fed deixou as taxas de juro inalteradas durante seis meses antes das eleições.

EUA: confiança dos consumidores da Universidade do Michigan

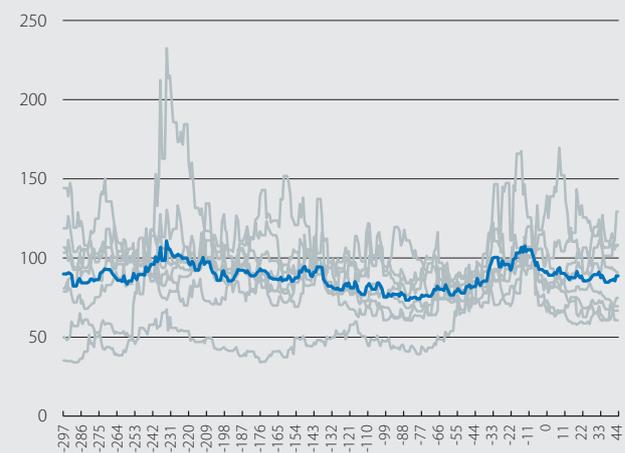
Índice



Fonte: BPI Research, com base em dados da Universidade de Michigan.

Índice VIX em anos de eleições

Índice (100 = dia das eleições)



Notas: No eixo horizontal, mostramos os dias em relação ao dia da eleição presidencial. A linha azul corresponde à média desde as eleições de 1992.

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

tanto, poderá reduzi-las nos meses que antecedem as eleições. Uma das razões é o desejo de normalizar as taxas de juro ao longo de uma trajetória descendente bem comunicada, para que os mercados financeiros, as empresas e os consumidores possam antecipar esse facto e ajustar o seu comportamento sem gerar grandes choques.

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

ESTADOS UNIDOS

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|--|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Atividade | | | | | | | | | |
| PIB real | 5,8 | 1,9 | 1,7 | 2,4 | 2,9 | 3,1 | – | – | – |
| Vendas a retalho (sem carros nem gasolina) | 15,8 | 9,3 | 5,8 | 3,2 | 2,2 | 1,1 | 5,1 | 5,8 | ... |
| Confiança do consumidor (valor) | 112,7 | 104,5 | 105,5 | 106,1 | 104,5 | 103,7 | 101,0 | 108,0 | 114,8 |
| Produção industrial | 4,4 | 3,4 | 1,3 | 1,0 | 0,9 | 0,5 | –0,6 | 1,0 | ... |
| Índice atividade industrial (ISM) (valor) | 60,7 | 53,5 | 48,3 | 47,8 | 47,2 | 47,1 | 46,6 | 47,1 | 49,1 |
| Habitacões iniciadas (milhares) | 1.606 | 1.551 | 1.375 | 1.378 | 1.385 | 1.388 | 1.525 | 1.460 | ... |
| Case-Shiller preço habitação usada (valor) | 267 | 307 | 303 | 302 | 302 | 303 | 320,8 | ... | ... |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa) | 5,4 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,7 | 3,7 | 3,7 |
| Taxa de emprego (% pop. > 16 anos) | 58,4 | 60,0 | 60,1 | 60,2 | 60,3 | 60,3 | 60,4 | 60,1 | 60,2 |
| Balança comercial ¹ (% PIB) | –3,6 | –3,7 | –3,6 | –3,5 | –3,3 | –3,2 | –2,9 | ... | ... |
| Preços | | | | | | | | | |
| Taxa de inflação geral | 4,7 | 8,0 | 6,7 | 6,3 | 5,8 | 5,3 | 3,1 | 3,4 | ... |
| Taxa de inflação núcleo | 3,6 | 6,2 | 5,7 | 5,6 | 5,6 | 5,5 | 4,0 | 3,9 | ... |

JAPÃO

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Atividade | | | | | | | | | |
| PIB real | 2,6 | 1,0 | 2,5 | 2,2 | 1,5 | ... | – | – | – |
| Confiança do consumidor (valor) | 36,3 | 32,2 | 30,7 | 31,2 | 32,2 | 33,5 | 36,1 | 37,2 | 38,0 |
| Produção industrial | 5,8 | 0,0 | –1,8 | –1,8 | –2,0 | –0,7 | –1,4 | 1,0 | ... |
| Índice atividade empresarial (Tankan) (valor) | 13,8 | 9,5 | 1,0 | 5,0 | 9,0 | 12,0 | – | – | – |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa) | 2,8 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,6 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | ... |
| Balança comercial ¹ (% PIB) | –0,3 | –3,7 | –4,0 | –4,0 | –3,9 | –5,2 | –1,9 | ... | ... |
| Preços | | | | | | | | | |
| Taxa de inflação geral | –0,2 | 2,5 | 4,1 | 3,9 | 3,6 | 3,4 | 2,9 | 2,6 | ... |
| Taxa de inflação subjacente | –0,5 | 1,1 | 3,0 | 3,2 | 3,5 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | ... |

CHINA

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Atividade | | | | | | | | | |
| PIB real | 8,4 | 3,0 | 4,5 | 6,3 | 4,9 | 5,2 | – | – | – |
| Vendas a retalho | 12,4 | –0,8 | 5,8 | 10,7 | 4,2 | 8,3 | 10,1 | 7,4 | ... |
| Produção industrial | 9,3 | 3,4 | 3,2 | 4,5 | 4,2 | 6,0 | 6,6 | 6,8 | ... |
| PMI indústrias (oficial) | 50,5 | 49,1 | 51,5 | 49,0 | 49,7 | 49,3 | 49,4 | 49,0 | 49,2 |
| Setor exterior | | | | | | | | | |
| Balança comercial ^{1,2} | 681 | 899 | 948 | 946 | 901 | ... | 871,7 | 868,8 | ... |
| Exportações | 30,0 | 7,1 | 0,1 | –5,4 | –10,8 | ... | –1,4 | –0,8 | ... |
| Importações | 30,0 | 0,7 | –7,2 | –7,0 | –8,5 | ... | –0,7 | 0,2 | ... |
| Preços | | | | | | | | | |
| Taxa de inflação geral | 0,9 | 2,0 | 1,3 | 0,1 | –0,1 | –0,3 | –0,5 | –0,3 | ... |
| Taxa de juro de referência ³ | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 3,6 | 3,5 | ... | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Renminbi por dólar | 6,5 | 6,7 | 6,8 | 7,0 | 7,2 | ... | 7,2 | 7,1 | 7,2 |

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|--|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>) | 5,4 | 1,0 | -2,6 | -1,9 | -1,8 | -0,7 | -0,5 | -0,8 | ... |
| Produção industrial (<i>variação homóloga</i>) | 9,8 | 2,3 | 0,3 | -1,2 | -4,7 | ... | -6,8 | ... | ... |
| Confiança do consumidor | -7,5 | -21,9 | -26,9 | -26,9 | -26,9 | -26,9 | -17,0 | -15,1 | -16,1 |
| Sentimento económico | 111,2 | 102,1 | 96,5 | 96,5 | 96,5 | 96,5 | 94,3 | 96,5 | 96,2 |
| PMI indústrias | 60,2 | 52,1 | 48,2 | 44,7 | 43,2 | 43,2 | 44,2 | 44,4 | 46,6 |
| PMI serviços | 53,6 | 52,1 | 52,8 | 54,4 | 50,3 | 49,2 | 48,7 | 48,8 | 48,4 |
| Mercado de trabalho | | | | | | | | | |
| Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>) | 1,5 | ... | 1,6 | 1,4 | 1,3 | ... | - | - | - |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa) | 7,7 | 6,7 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | ... | 6,4 | 6,4 | ... |
| Alemanha (<i>% pop. ativa</i>) | 3,6 | 3,1 | 2,9 | 2,9 | 3,0 | ... | 3,1 | 3,1 | ... |
| França (<i>% pop. ativa</i>) | 7,9 | 7,3 | 7,1 | 7,3 | 7,4 | ... | 7,3 | 7,3 | ... |
| Itália (<i>% pop. ativa</i>) | 9,5 | 8,1 | 7,9 | 7,7 | 7,5 | ... | 7,4 | 7,2 | ... |
| PIB real (<i>variação homóloga</i>) | 6,1 | 3,5 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | 0,1 | - | - | - |
| Alemanha (<i>variação homóloga</i>) | 3,3 | 1,9 | -0,1 | 0,1 | -0,3 | -0,2 | - | - | - |
| França (<i>variação homóloga</i>) | 6,8 | 2,6 | 0,9 | 1,2 | 0,6 | 0,7 | - | - | - |
| Itália (<i>variação homóloga</i>) | 8,6 | 3,9 | 2,1 | 0,3 | 0,1 | 0,5 | - | - | - |

Preços

Porcentagem 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 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|-----------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação geral | 2,6 | 8,4 | 8,0 | 6,2 | 5,0 | 2,7 | 2,4 | 2,9 | 2,8 |
| Inflação núcleo | 1,5 | 3,9 | 5,5 | 5,5 | 5,1 | 3,7 | 3,6 | 3,4 | 3,3 |

Setor externo

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

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Balança corrente | 3,1 | -0,6 | -0,4 | 0,3 | 2,0 | ... | 4,1 | ... | ... |
| Alemanha | 7,7 | 4,4 | 4,6 | 5,3 | 8,6 | ... | 13,8 | ... | ... |
| França | 0,4 | -2,0 | -1,9 | -1,8 | -1,9 | ... | -3,0 | ... | ... |
| Itália | 2,4 | -1,5 | -1,4 | -1,1 | -0,1 | ... | 0,3 | ... | ... |
| Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor) | 94,3 | 90,9 | 93,4 | 94,6 | 95,9 | 95,1 | 95,3 | 94,9 | 95,0 |

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

| | 2021 | 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Financiamento do setor privado | | | | | | | | | |
| Crédito a sociedades não financeiras ² | 3,5 | 6,7 | 5,7 | 3,9 | 1,0 | 0,1 | 0,0 | 0,4 | ... |
| Crédito às famílias ^{2,3} | 3,8 | 4,4 | 3,2 | 2,1 | 1,0 | 0,5 | 0,5 | 0,3 | ... |
| Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%) | 1,2 | 1,8 | 3,8 | 4,5 | 5,0 | 5,2 | 5,1 | 5,2 | ... |
| Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%) | 1,3 | 2,0 | 3,7 | 4,3 | 4,7 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | ... |
| Depósitos | | | | | | | | | |
| Depósitos à vista | 12,8 | 6,3 | -3,9 | -8,1 | -11,3 | -10,7 | -10,9 | -9,8 | ... |
| Outros depósitos a curto prazo | -0,8 | 4,5 | 17,6 | 22,5 | 23,2 | 21,0 | 20,8 | 20,9 | ... |
| Instrumentos negociáveis | 11,6 | 3,7 | 19,4 | 22,0 | 20,5 | 20,0 | 17,8 | 19,3 | ... |
| Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%) | 0,2 | 0,5 | 1,9 | 2,5 | 3,0 | 3,3 | 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 ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

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

Resiliência continua a marcar o cenário económico em Portugal

Economia cresce 2,3% em 2023. O dado preliminar para o PIB indica um avanço de 0,8% em cadeia e 2,2% homólogo no 4T 2023, colocando o crescimento anual em 2,3%, uma décima abaixo da previsão do BPI Research. Esta primeira divulgação apenas dá pistas sobre os motores do crescimento no trimestre. A robustez do crescimento trimestral (0,8%, face a 0,7% médios desde 2018, com exceção da época Covid) tem subjacente uma aceleração da procura interna, via consumo privado, o que deverá estar relacionado com o reforço do consumo de bens duradouros, nomeadamente automóveis, cuja comercialização acelerou no final do ano. Por sua vez, embora mantendo um contributo negativo, a procura externa recuperou face ao 3T sinalizando o bom comportamento das exportações de serviços, sobretudo turísticos, cujos indicadores se revelaram robustos nos últimos meses do ano. De facto, os dados do turismo nas denominadas épocas baixas têm vindo a revelar alterações que se manifestam em surpresas positivas no desempenho trimestral do PIB (ver ponto infra). Entretanto, os primeiros indicadores para janeiro evoluem favoravelmente, quer os sintéticos de atividade quer os de confiança. 2024 será marcado por uma dinâmica de menos para mais. Na primeira metade do ano a procura deverá manter-se contida, por via dos custos de financiamento ainda elevados. Mais tarde, a atividade será estimulada pelo impulso de crédito possivelmente mais forte à medida que for mais certa a dimensão do alívio dos juros pelo BCE e também estimulada pela execução dos fundos comunitários. Ou seja, continuamos otimistas quanto à robustez da economia, não esquecendo, todavia, a existência de riscos que podem implicar uma ligeira revisão da nossa atual previsão de 1,8%.

Inflação em janeiro novamente acima dos 2%. O IPC Global foi de 2,3% (1,4% em dezembro 2023) e o IPC Subjacente de 2,5% (2,6% em dezembro 2023). Este dado não nos surpreende pois já esperávamos uma trajetória mais volátil da inflação no início de 2024; e, como o INE indica, a aceleração foi em parte explicada pelo aumento de preços da eletricidade e pelo fim da isenção de IVA num conjunto de bens alimentares essenciais. Em 2024 não esperamos ainda uma inflação para o conjunto do ano abaixo dos 2%. Os preços da energia, que foram uma grande alavanca para a descida da inflação em 2023, deverão ter este ano um contributo mais residual no processo. Por outro lado, a erosão acumulada do poder de compra no período 2022 e 2023 (compensada apenas parcialmente por aumentos salariais) juntamente com o aperto monetário no pico de taxas durante boa parte de 2024, deverá arrefecer a procura e apoiar o rumo descendente do IPC.

Excelente ano turístico em 2023. Com efeito, o número de hóspedes superou pela primeira vez a barreira dos 30 milhões, cerca de 2,5% acima da estimativa do BPI Research. Estes dados colocam os turistas num nível acima do melhor ano pré-pandemia (+12% comparativamente a 2019) e prolongam a trajetória de recuperação do setor. O Reino Unido manteve-se como principal mercado emissor em 2023 (18,4% das dormidas de não residentes) mas os maiores crescimentos foram nos mercados canadiano

PIB: crescimento trimestral e homólogo

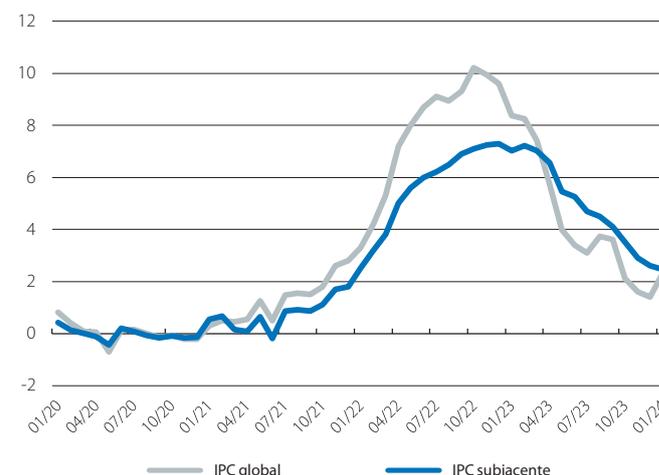
Taxa de variação (%)



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

IPC

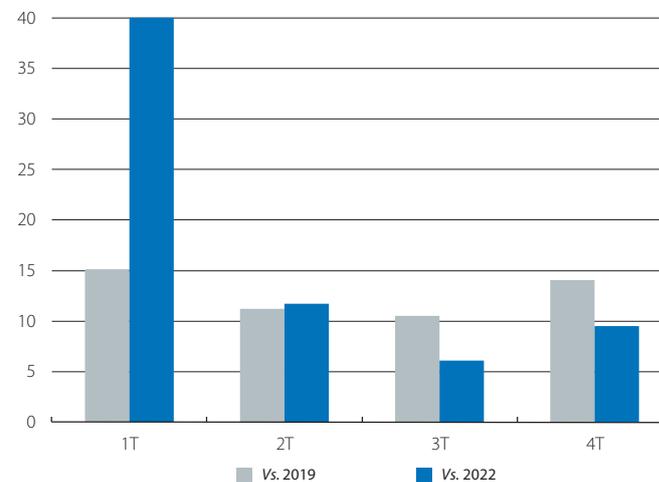
Variação homóloga (%)



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

Variação do número de hóspedes por trimestre

Variação dos trimestres de 2023 face aos homólogos



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

e dos EUA. O *mix* de turistas também regressou a padrões pré-pandémicos (cerca de 40% residentes e 60% não residentes). Para o próximo ano antecipamos novo crescimento do setor, mais moderado, tendo também em conta o abrandamento da atividade quer em Portugal, quer dos principais países emissores.

Novo ano, nova surpresa nas contas públicas? Os dados da execução mensal em contabilidade pública apontam para um excedente de 1,6% do PIB (excluindo *one-off* relacionado com o Fundo de Pensões da CGD), em contraste com o défice de 1,4% em 2022. Este comportamento é explicado pelo crescimento expressivo da receita (+12,1%) e aumento mais contido da despesa (+4,4%). Apesar disso, a receita arrecadada acabou por ficar abaixo da última estimativa do Governo (provavelmente pelo menor recebimento de fundos do PRR), mas foi compensado pela menor execução da despesa, que ficou abaixo do previsto em mais de 3.000 milhões de euros. Apesar da incerteza da passagem do saldo em contabilidade pública para contabilidade nacional (a ótica oficial), estes dados parecem apontar que o excedente orçamental em 2023 poderá ter-se aproximado dos 1,8%, cerca de 1 p. p. acima do estimado pelo Governo. Por fim, o rácio de dívida pública ficou em 98,7% do PIB (112,2% em 2022), o rácio mais baixo desde 2010.

Valorização das casas em 2023 deverá ter-se aproximado dos 8%. Pese embora ainda não estejam disponíveis os dados do 4T 2023 do Índice de Preços da Habitação (IPH) do INE, o que já conhecemos deste indicador juntamente com dados mais tempestivos de indicadores complementares fazem-nos crer numa valorização robusta do preço das casas em 2023, embora inferior ao registado em 2022 (valorização média de 12,6%). Com efeito, registaram-se movimentos mensais negativos quer no valor mediano/m² da avaliação bancária da habitação (em outubro e novembro) quer no Índice de Preços Residenciais elaborado pela Confidencial Imobiliário (em outubro), mas que foram de alguma forma compensados por movimentos mensais positivos em dezembro. Também o montante contratado em novas operações de crédito à habitação subiu em outubro e novembro passado, quer em termos mensais quer em termos homólogos. A resistência deste mercado ao pico de taxas de juro faz-nos acreditar que em 2024 a valorização vai continuar, embora em termos mais modestos.

A atividade no mercado de crédito deverá permanecer contida em 2024. A carteira de crédito ao sector privado não financeiro terminou o ano a cair 1,4% homólogo, com quedas na carteira de crédito à habitação (-1,4%) e sociedades não financeiras (-1,9%), contrariamente ao crédito ao consumo (2,3%). As novas operações caíram no ano (-6,4% para as SNF e -9,2% para particulares), ainda que a segunda metade do ano tenha trazido algum dinamismo ao crédito à habitação, com recuperações dos dados mensais desde agosto. De igual modo, a carteira de crédito à habitação foi ainda afetada pelo aumento expressivo das amortizações, que atingiram quase 11.000 milhões de euros em 2023, ou seja, cerca de 11% do *stock* (face a 6,4% em 2022). Quanto ao 1T 2024, os bancos antecipam que os critérios de concessão de crédito deverão manter-se inalterados para empresas e crédito à habitação e que haja um ligeiro aperto no crédito ao consumo & outros fins, e esperam uma ligeira redução da procura de crédito de particulares.

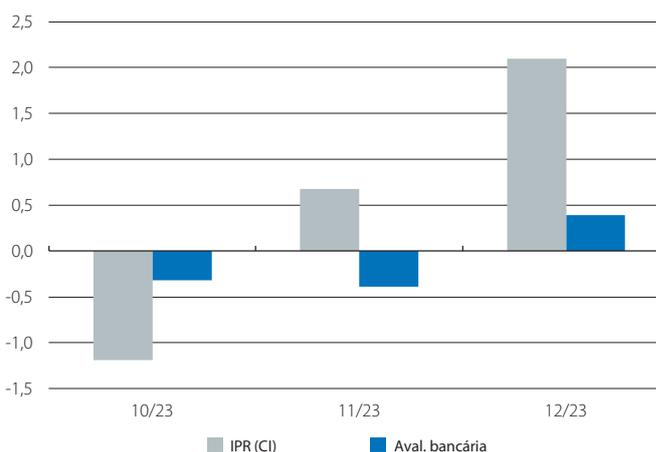
Execução orçamental da Adm. Pública (principais rubricas)

| (% PIB, exceto quando especificado o contrário) | 2019 | 2022 | 2023 * | Var. 2023 * vs. 2019 | Var. 2023 * vs. 2022 (milhões euros) |
|---|------|------|--------|----------------------|--------------------------------------|
| Receitas | 41,6 | 42,2 | 43,7 | 2,1 | 12.423 |
| Receita fiscal | 24,2 | 24,3 | 25,0 | 0,8 | 6.940 |
| Contribuições Seg. Social | 10,5 | 10,9 | 11,2 | 0,7 | 2.842 |
| Despesas | 41,8 | 43,6 | 42,1 | 0,2 | 4.687 |
| Despesas com pessoal | 10,1 | 10,0 | 10,0 | -0,1 | 1.853 |
| Transferências correntes | 17,9 | 19,3 | 18,0 | 0,1 | 433 |
| Aquisição bens e serviços | 6,2 | 6,7 | 6,6 | 0,4 | 1.019 |
| Juros | 3,8 | 2,7 | 2,6 | -1,2 | 235 |
| Investimento | 2,3 | 2,7 | 2,8 | 0,6 | 740 |
| Saldo orçamental | -0,3 | -1,4 | 1,6 | 1,9 | 7.736 |

Nota: * Ajustado da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA.
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

Índice de Preços Residenciais (CI) e avaliação bancária da habitação

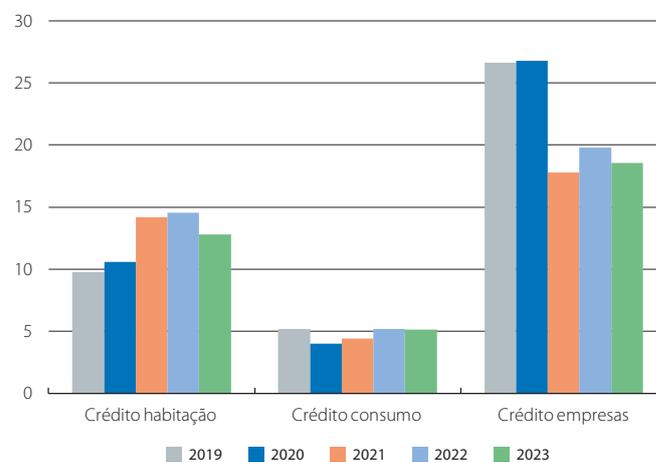
Variação mensal (%)



Fuente: BPI Research, com base nos dados do INE e Confidencial Imobiliário.

Novas operações de crédito

Acumuladono ano (mil milhões de euros)



Nota: Crédito ajustado de renegociações.

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

Economia portuguesa: avaliando a probabilidade de uma recessão

No 3T 2023 o PIB contraiu 0,2% em cadeia. Foi o primeiro recuo após uma sequência de nove trimestres consecutivos de crescimento que se iniciara ainda em período de combate à pandemia; no 2T 2021. Esta quebra na atividade contrariou a nossa previsão (que era de um crescimento de 0,4% em cadeia) e colocou em cima da mesa a possibilidade de uma recessão¹ que não sei veio a confirmar (crescimento de 0,8% em cadeia no 4T 2023). Não obstante, no início de 2024 continuaremos a ter o peso de uma política monetária restritiva e prolongada no tempo. Assim, recorrendo a algumas técnicas econométricas, realizámos um exercício para modelizar a probabilidade de recessão em 2024. Resumimos neste artigo os resultados desse exercício.

A variação negativa do PIB no 3T 2023 foi em larga medida explicada pela componente externa: observou-se um recuo trimestral das exportações em -2,3%. Com efeito, para os próximos tempos esperamos o impacto desfavorável na economia portuguesa da procura externa resultante do arrefecimento da atividade na zona euro e de uma certa normalização do contributo do turismo, dada a estabilização dos fluxos turísticos no pós pandemia. Na verdade, o PMI da Zona Euro voltou a descer no passado dezembro e terminou o 4T em níveis compatíveis com queda da atividade. Neste contexto, e sendo a nossa economia fortemente exposta ao exterior, este é um fator a considerar no processo de modelização. Testámos diversas possibilidades de variáveis explicativas associadas a esta vertente, mas acabámos por considerar no nosso modelo a variação em cadeia do PIB espanhol, pela significância estatística e maior poder explicativo; o que não é alheio ao facto de Espanha ser o destino mais importante das nossas exportações. Por outro lado, temos o consumo. A resistência da nossa economia nos próximos trimestres também dependerá da resiliência do consumo privado. Apesar do aumento que esperamos no rendimento bruto disponível das famílias e da trajetória de abrandamento da inflação, vai impactar no comportamento de consumo o efeito prolongado da política monetária restritiva e encargos financeiros acrescidos decorrentes de uma política de juros oficiais *higher for longer*. Assim, a outra variável explicativa considerada no modelo foi a variação em cadeia do consumo das famílias.

O modelo de regressão logística

Na primeira imagem encontramos o resultado da tabela de classificação do Modelo Logit.² Resultado da nossa

1. O termo recessão designa uma diminuição geral na atividade económica durante um determinado período de tempo. Considera-se que a economia entrou em recessão «técnica» após dois trimestres consecutivos de queda no PIB real (descontado da inflação).

2. A regressão logística é uma técnica estatística que tem como objetivo produzir, a partir de um conjunto de observações, um modelo que permita a predição de valores tomados por uma variável categórica, frequentemente binária, a partir de uma série de variáveis explicativas contínuas e/ou binárias. No caso, a variável dependente é o crescimento trimestral do PIB português (Y). Se Y = 1 o PIB português diminui em cadeia e se Y = 0 o PIB português cresce em cadeia. A amostra para a estimação foi entre o 2T 1995 e 3T 2023.

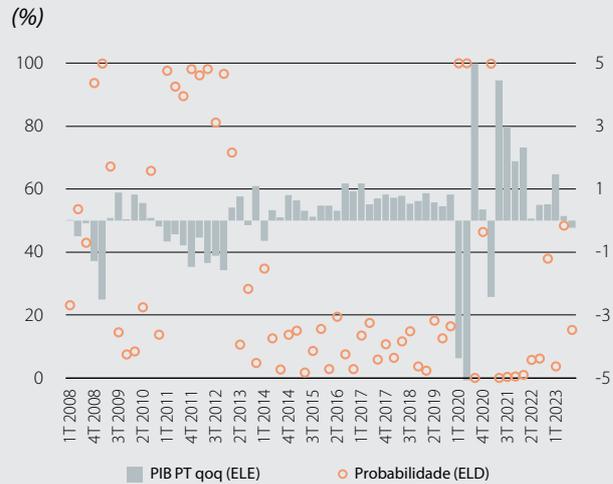
Tabela de classificação do Modelo Logit

| Observados | Previstos | | % de corretos |
|------------------------------------|-----------|-------|---------------|
| | Y = 0 | Y = 1 | |
| Y = 0 | 82 | 4 | 94% |
| Y = 1 | 11 | 17 | 61% |
| Percentagem global, i. e. Hit Rate | | | 87% |

Nota: O valor de cut-off para a classificação das observações é uma probabilidade de 50%. Por exemplo, se o modelo atribui uma probabilidade acima de 50% em um trimestre em que o PIB efetivamente recuou, assumimos que classificou adequadamente nesse trimestre. Da mesma forma, se o modelo atribui uma probabilidade inferior a 50% em um trimestre em que o PIB cresceu, assumimos que classificou adequadamente. Recorde-se que Y = 1 significa recuo trimestral do PIB.

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

Modelo Logit: evolução trimestral do PIB e probabilidade de quebra da atividade



Nota: Limitámos a escala de variação do PIB no gráfico entre 5% e -5% embora em alguns trimestres a variação tenha sido superior (por exemplo no 2T 2020).

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

estimação, conseguimos classificar corretamente 87% dos 114 trimestres considerados na amostra. Ou seja, em 87% das observações foi possível através do modelo classificar corretamente os trimestres como sendo de crescimento ou de recuo do PIB. Por outro lado, também é possível observar que o modelo é mais eficaz a classificar trimestres em que o PIB cresce (94% de eficácia) comparativamente a trimestres em que o PIB recua (61%). De referir que os trimestres da amostra em que o PIB cresce (86) são muito mais representativos na amostra (75% do total). Podemos também aferir da eficácia do modelo na segunda imagem: nos períodos em que o PIB cresceu as probabilidades estimadas de PIB negativo são baixas (maioritariamente abaixo de 20%) e nos períodos em que o PIB recuou as probabilidades estimadas disto acontecer são altas (maioritariamente acima de 80%). Existem, contudo, algumas exceções: foi o caso no 3T 2023 em que o PIB recuou (-0,2%) e a probabilidade estimada pelo modelo de termos PIB negativo era de apenas 15,3%.

Visto que a função da probabilidade não é linear, mas sim logarítmica, para percebermos melhor a dinâmica do modelo e as probabilidades de recessão efetuámos dois exercícios. Primeiro, considerando a variação trimestral do consumo das famílias portuguesas constante e igual à sua média histórica e fazendo variar o PIB espanhol. Outro, semelhante, mas de forma inversa, fixando a variação trimestral do PIB espanhol igual à sua média histórica e fazendo variar o consumo das famílias. Os resultados estão visíveis na terceira figura. As funções de probabilidade apresentam comportamentos semelhantes e variam entre os 0% e 100%, como seria expectável. Gostaríamos, contudo, de destacar alguns aspetos desta análise. Em primeiro lugar, referir que quando as variações do consumo ou do PIB espanhol são positivas a probabilidade de PIB negativo não ultrapassa os 25%. Depois, uma variação trimestral do PIB espanhol superior a 1% reduz na melhor das hipóteses a probabilidade de PIB negativo em apenas 8%, e, uma variação trimestral do consumo das famílias superior a 1% reduz no máximo a probabilidade de PIB negativo em apenas 6%. Por outro lado, é no segmento das curvas correspondente a variações das variáveis explicativas entre 0% e -1% que a probabilidade de PIB negativo mais aumenta. A saber: a probabilidade tem um potencial de aumento de 32 p. p. no caso em que o consumo está fixo (para um máximo de 58%), e, um potencial de aumento de 41 p. p. no caso em que o PIB espanhol está fixo (para um máximo de 66%). Em ambos os casos, variações das variáveis explicativas mais gravosas que -0,7%, *ceteris paribus*, significam uma probabilidade de PIB negativo superior a 50%.

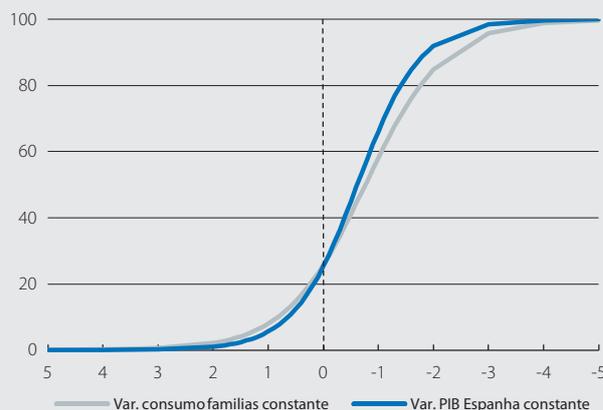
Probabilidade de recessão nos próximos trimestres

Explanado o racional da nossa abordagem e do funcionamento do modelo, cabe agora responder ao objetivo inicial a que se propôs este artigo: qual a probabilidade de uma recessão nos próximos trimestres? Para esse efeito, recorreremos ao modelo e tomámos o nosso cenário central para as variáveis macroeconómicas de *input*. O resultado está plasmado no último gráfico – tendo em conta o nosso cenário central, a probabilidade de uma variação negativa do PIB português nos quatro trimestres de 2024 é sempre inferior a 25%, afastando-se da hipótese de recessão técnica. Contudo, no horizonte próximo, é no 1T e 2T 2024 que as probabilidades de recuo da atividade são maiores. Isto é consistente com o facto de esperarmos uma recuperação gradual do poder de compra com o alívio progressivo da inflação e a flexibilização da política monetária na segunda metade do ano.

Em suma, os resultados deste exercício reiteram as nossas previsões atuais, que não apontam para recessão em 2024. De qualquer forma, existem sempre alguns choques e imponderáveis que não são captados por modelos deste tipo. Por exemplo, no 3T 2023 teria sido impossível ter tomado em conta a inesperada paragem da Autoeuropa, que também terá tido um papel no dado final do PIB. Adicionalmente, o insucesso de um *soft landing* da economia

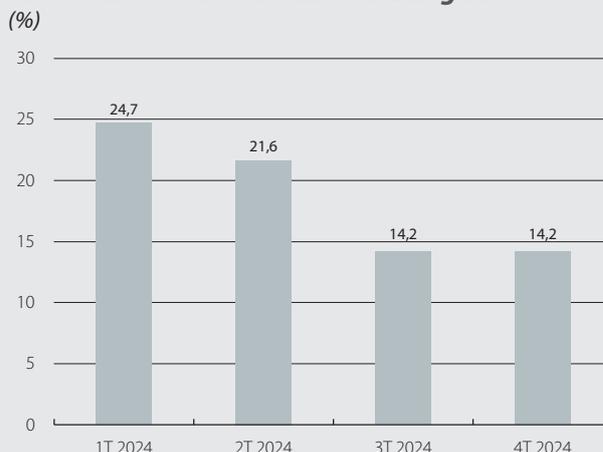
Função de probabilidade

Probabilidade de var. trimestral do PIB negativa (%)



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

Probabilidade de PIB trimestral negativo



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

européia poderá traduzir-se, como vimos, em probabilidade acrescida de recuo na atividade nacional. Estas serão as regras do jogo para os próximos tempos, e agora conhecemo-las melhor.

Tiago Belejo Correia

Empresas mantêm o ímpeto exportador

Desde a época da crise de dívida soberana, altura em que a procura interna foi muito afetada pela necessidade de ajustes nos desequilíbrios acumulados em anos anteriores, as empresas portuguesas voltaram-se mais para o mercado externo. Assim, desde 2011, o crescimento médio anual das exportações de bens e serviços excluindo turismo¹ foi de 5,6% (considerando preços correntes).

Esta melhoria foi acompanhada por:

1) Maior concentração em determinados bens e serviços. 15 das categorias analisadas representam 79% do total das exportações de bens e serviços (sem turismo), mais 3 pontos percentuais do que 2011 – e pela alteração no posicionamento de algumas das categorias – com destaque para a exportação de serviços informáticos e de produtos farmacêuticos. Estes dois itens, que contribuem para o incremento da indústria de ponta, representam atualmente 6,2% das exportações (sem turismo); em sentido oposto evoluiu a venda ao exterior de têxteis, que em 2011 representava 8% do valor exportado e agora apenas 6%. Nos primeiros lugares mantêm-se as vendas de máquinas e aparelhos elétricos e o material de transporte – 12,1% e 10,4%, respetivamente.

2) Pelo incremento da intensidade exportadora da indústria.² Em termos globais a faturação do setor industrial cresceu cerca de 25% entre 2011 e 2023, mas nos mercados externos o aumento foi de 40%, o que resultou no aumento de 12 pontos percentuais da intensidade exportadora da indústria portuguesa nos últimos 12 anos, verificando-se que os setores cuja intensidade

Intensidade exportadora

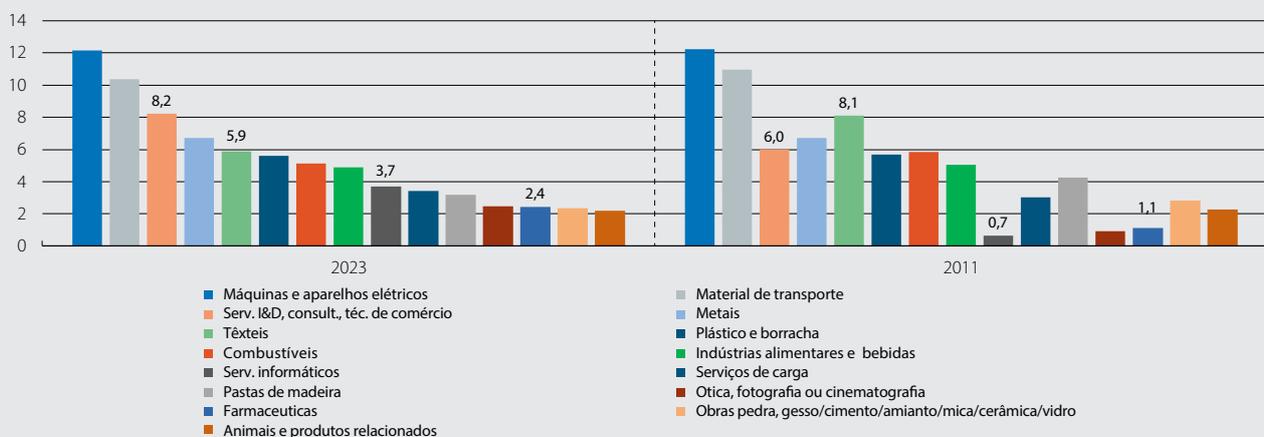
(ind. de faturação no estrangeiro/ind. de faturação total)



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

exportadora melhorou superaram em grande escala aquelas cuja faturação depende mais da atividade doméstica. Por setores destaca-se o das *utilities*, com um peso considerável no computo total do volume faturado pela indústria (15%); mas também incrementos muito significativos em setores de menor dimensão como é o caso do setor farmacêutico e nas atividades de reparação, manutenção e instalação de máquinas de equipamentos. Estes dois segmentos, que apenas representam, respetivamente,

Exportações de B&S (sem turismo) (% do total)



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

- Da análise retiramos não só a rubrica viagens e turismo, mas também as rubricas de transporte de passageiros.
- A intensidade exportadora refere-se ao rácio entre o índice do volume de negócios junto de mercados externos face ao índice do volume total de cada setor.

1,3% e 1,6% da faturação global, registaram incrementos notáveis no seu negócio em mercados internacionais.

3) A maior intensidade exportadora traduziu-se em maior importância das exportações no PIB. Considerando apenas as exportações sem atividade turística, estas representaram em 2023 35% do PIB, mais 8 pontos percentuais do que em 2011, muito impulsionado pelas vendas de bens, mas também com um contributo não desprezível da comercialização de serviços, destacando-se entre estes os informáticos, de comunicação e de investigação e desenvolvimento, que em termos médios anuais avançaram 14,4% no período em análise.

4) Os cinco principais destinos não se alteram desde 2011, embora tenha havido entre eles alterações de posicionamento. Mas há sinais de maior penetração em mercados de menor dimensão (casos da Irlanda, Polónia, Suécia...). Entre estes e os cinco primeiros destinos, destacam-se a Irlanda, a Alemanha e os EUA, para onde as exportações dos serviços de tecnologia, informáticos e informação registaram crescimentos anuais significativos: 32%, 24% e 18%, respetivamente. No âmbito dos bens exportados, salientam-se os produtos farmacêuticos, que registaram crescimento médio anual de 13%, destacando-se os mer-

Portugal: exportações

| | Milhões de euros | | % do PIB | | Var. em p. p. |
|--|------------------|----------------|-------------|-------------|---------------|
| | 2011 | 2023 | 2011 | 2023 | |
| Bens | 39.554 | 71.852 | 22,5 | 27,4 | 4,9 |
| Serviços | 17.681 | 47.834 | 10,0 | 18,2 | 8,2 |
| Sem turismo | 10.108 | 24.121 | 5,7 | 9,2 | 3,4 |
| Sem turismo & transp. passageiros | 7.782 | 19.579 | 4,4 | 7,5 | 3,0 |
| B&S | 57.235 | 119.685 | 32,5 | 45,6 | 13,1 |
| B&S sem turismo | 49.662 | 95.972 | 28,2 | 36,5 | 8,3 |
| B&S sem turismo & transp. passageiros | 47.336 | 91.431 | 26,9 | 34,8 | 7,9 |

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

cados norte-americano, irlandês, polaco e italiano, com crescimentos médios anuais de 37%, 34%, 28% e 17%, respetivamente. De referir também neste produto a elevada concentração das vendas para os EUA (41% do total exportado).

Exportações de bens e serviços sem turismo

| Milhões de euros | 2011 | 2023 | Crescimento médio anual (%) | Peso nas X totais (%) | 2011 | 2023 | Crescimento médio anual (%) | Peso nas X totais (%) | |
|---------------------------------------|--------|--------|-----------------------------|-----------------------|---------------|---------------|-----------------------------|-----------------------|-----|
| Espanha | 11.222 | 21.238 | 5,5 | 22,1 | Irlanda | 329 | 1.580 | 14,0 | 1,6 |
| França | 5.920 | 11.971 | 6,0 | 12,5 | Polónia * | 372 | 1.056 | 9,1 | 1,1 |
| Alemanha | 6.405 | 10.566 | 4,3 | 11,0 | Suécia * | 407 | 992 | 7,7 | 1,0 |
| Reino Unido | 3.286 | 7.009 | 6,5 | 7,3 | Marrocos * | 354 | 914 | 8,2 | 1,0 |
| Estados Unidos | 1.908 | 6.607 | 10,9 | 6,9 | Turquia * | 276 | 845 | 9,8 | 0,9 |
| Países Baixos | 2.005 | 3.635 | 5,1 | 3,8 | China * | 330 | 715 | 6,7 | 0,7 |
| Itália | 1.819 | 3.569 | 5,8 | 3,7 | Roménia * | 215 | 604 | 9,0 | 0,6 |
| Bélgica | 1.568 | 2.545 | 4,1 | 2,7 | Rep. Checa * | 276 | 592 | 6,6 | 0,6 |
| Brasil | 1.108 | 2.040 | 5,2 | 2,1 | Eslováquia * | 84 | 528 | 16,6 | 0,6 |
| Suíça | 819 | 1.741 | 6,5 | 1,8 | Luxemburgo | 172 | 499 | 9,3 | 0,5 |
| Angola | 2.812 | 1.719 | -4,0 | 1,8 | | | | | |
| Exportações de bens e serviços | | | | | 49.662 | 95.972 | 5,6 | | |

Nota: * Sem informação relativa a serviços; apenas exportação de bens.

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

Indicadores de atividade e emprego

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|---------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente para a atividade | 5,8 | 3,4 | 3,7 | 3,7 | 3,4 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | ... |
| Indústria | | | | | | | | | |
| Índice de produção industrial | 0,4 | ... | 1,0 | -5,0 | -4,6 | ... | -1,1 | ... | ... |
| Indicador de confiança na indústria (valor) | -3,4 | -7,4 | -5,0 | -5,6 | -9,4 | -9,5 | -9,1 | -9,2 | -8,2 |
| Construção | | | | | | | | | |
| Licenças de construção - habitação nova (número fogos) | 6,2 | ... | 9,3 | 0,5 | 7,5 | ... | ... | ... | ... |
| Compra e venda de habitações | 1,3 | ... | -20,8 | -22,9 | -18,9 | ... | - | - | - |
| Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária) | 13,8 | 9,1 | 12,9 | 9,1 | 8,1 | 6,4 | 5,6 | 5,3 | ... |
| Serviços | | | | | | | | | |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses) | 158,9 | 19,1 | 117,2 | 52,6 | 24,9 | 19,1 | 21,1 | 19,1 | ... |
| Indicador de confiança nos serviços (valor) | 15,1 | 7,5 | 11,1 | 13,4 | 5,8 | -0,2 | -1,0 | 1,1 | 5,1 |
| Consumo | | | | | | | | | |
| Vendas no comércio a retalho | 4,8 | ... | 1,7 | 3,0 | 1,5 | ... | 2,3 | ... | ... |
| Indicador coincidente do consumo privado | 3,9 | 2,3 | 2,1 | 2,8 | 2,7 | 1,8 | 1,6 | 1,7 | ... |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor) | -29,7 | -28,6 | -35,1 | -29,4 | -22,8 | -27,2 | -28,2 | -28,2 | -26,9 |
| Mercado de trabalho | | | | | | | | | |
| População empregada | 2,3 | ... | 1,4 | 2,8 | 2,2 | ... | 1,7 | 1,8 | ... |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa) | 6,2 | ... | 7,2 | 6,1 | 6,1 | ... | 6,6 | 6,6 | ... |
| PIB | 6,8 | 2,3 | 2,5 | 2,6 | 1,9 | ... | - | - | - |

Preços

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global | 7,8 | 4,4 | 8,0 | 4,4 | 3,5 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 2,3 |
| Inflação subjacente | 5,6 | 5,1 | 7,1 | 5,7 | 4,4 | 3,0 | 2,9 | 2,6 | 2,5 |

Setor externo

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|--|-------------|------|-------------|------------|------------|---------|------------|-------|-------|
| Comércio de bens | | | | | | | | | |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 23,2 | ... | 21,6 | 11,8 | 3,0 | ... | -0,4 | ... | ... |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 31,7 | ... | 24,5 | 12,5 | 1,1 | ... | -3,0 | ... | ... |
| Saldo corrente | -2,8 | ... | -1,2 | 1,5 | 4,1 | ... | 4,3 | ... | ... |
| Bens e serviços | -4,7 | ... | -2,8 | -0,3 | 2,1 | ... | 3,0 | ... | ... |
| Rendimentos primários e secundários | 1,9 | ... | 1,6 | 1,9 | 2,0 | ... | 1,3 | ... | ... |
| Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento | -0,5 | ... | 1,5 | 4,5 | 7,3 | ... | 7,7 | ... | ... |

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|
| Depósitos¹ | | | | | | | | | |
| Depósitos das famílias e empresas | 6,4 | -2,3 | 0,5 | -2,1 | -2,6 | -2,3 | -1,9 | -2,3 | ... |
| À vista e poupança | 7,3 | -14,8 | -3,1 | -9,0 | -9,4 | -14,8 | -12,0 | -14,8 | ... |
| A prazo e com pré-aviso | 5,2 | 14,8 | 5,4 | 7,5 | 6,9 | 14,8 | 11,9 | 14,8 | ... |
| Depósitos das Adm. Públicas | 12,4 | -12,4 | 11,1 | 1,4 | 5,5 | -12,4 | 0,4 | -12,4 | ... |
| TOTAL | 6,5 | -2,5 | 0,8 | -2,0 | -2,4 | -2,5 | -1,8 | -2,5 | ... |
| Saldo vivo de crédito¹ | | | | | | | | | |
| Setor privado | 1,7 | -1,4 | 0,0 | -1,2 | -1,8 | -1,4 | -2,0 | -1,4 | ... |
| Empresas não financeiras | -0,6 | -1,9 | -2,1 | -3,5 | -3,5 | -1,9 | -3,8 | -1,9 | ... |
| Famílias - habitações | 3,2 | -1,4 | 1,5 | 0,1 | -0,9 | -1,4 | -1,2 | -1,4 | ... |
| Famílias - outros fins | 2,9 | 0,2 | 0,0 | 0,4 | -0,8 | 0,2 | -0,2 | 0,2 | ... |
| Administrações Públicas | -2,7 | -5,5 | -2,0 | 0,6 | -1,4 | -5,5 | -0,5 | -5,5 | ... |
| TOTAL | 1,6 | -1,5 | -0,1 | -1,1 | -1,8 | -1,5 | -2,0 | -1,5 | ... |
| Taxa de incumprimento (%)² | 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.

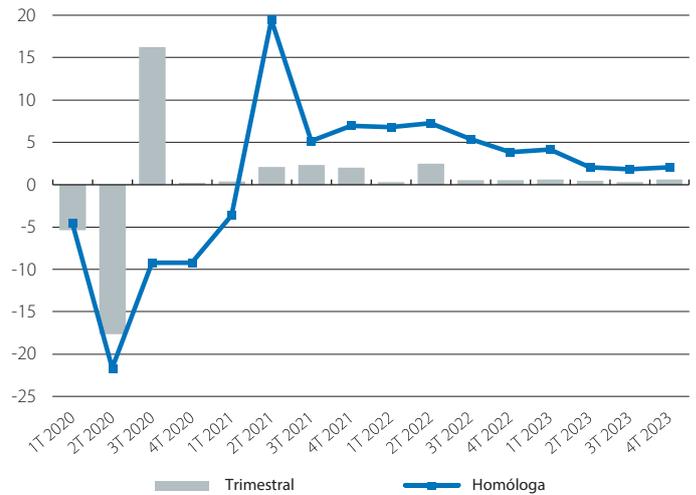
A economia espanhola fechou 2023 com dinamismo e encara 2024 com algum otimismo

A atividade mostra-se resiliente num ambiente desafiante. Enquanto em dezembro de 2022 a nossa previsão de crescimento do PIB para 2023 era de 1%, a economia espanhola conseguiu crescer uns notáveis 2,5%, apesar da incerteza geopolítica, da inflação ainda elevada, pese embora a sua descida nos últimos meses, e do aumento das taxas de juro. Uma surpresa positiva que se explica principalmente pelo desvanecimento mais rápido do que o previsto da crise energética (recorde-se a queda acentuada dos preços do gás que se verificou na parte final de 2022 e, sobretudo, no 1T 2023) e pelo bom desempenho do sector exportador espanhol, intimamente ligado aos serviços, tanto turísticos como não turísticos. No decurso dos próximos trimestres, a economia espanhola continuará a enfrentar um contexto delicado, marcado pela incerteza geopolítica e por taxas de juro em níveis restritivos, cujo impacto macroeconómico, devido ao desfasamento com que afetam a economia real, ainda se fará sentir na primeira parte de 2024. Contudo, a economia beneficiará também de alguns elementos de apoio ao crescimento, como a aceleração da aplicação dos fundos do NGEU e o dinamismo do consumo, impulsionado pelo reforço da situação financeira das famílias e pela recuperação gradual do poder de compra. Embora a inflação se mantenha acima dos 2%, é provável que continue a moderar-se. Todos estes fatores apontam para que 2024 apresente uma trajetória "de menos a mais e em que a economia espanhola continuará a crescer, provavelmente, acima da média da Zona Euro.

Renovação da dinâmica do PIB no último trimestre. Nomeadamente, no 4T 2023, o PIB cresceu 0,6% em termos trimestrais (2,0% em termos homólogos), um ritmo mais rápido do que no 3T (0,4% em termos trimestrais) e do que o esperado pelo consenso dos analistas. É de salientar que a composição do crescimento, de acordo com os dados preliminares do INE, mostra uma melhoria da procura interna graças à resiliência do consumo privado e ao empurrão do consumo público. A procura interna contribuiu assim com 0,5 p. p. para o crescimento trimestral do PIB, graças ao aumento do consumo público, com um contributo de 3 décimas, e do consumo privado, com um contributo de 2 décimas, que mais do que compensaram o abrandamento do investimento. A procura externa, após dois trimestres em território negativo, deu um contributo positivo de 0,1 p. p. para o crescimento trimestral do PIB, com uma recuperação significativa dos fluxos comerciais (no 4T 2023, tanto as exportações como as importações registaram avanços substanciais de +2,9% e +2,7% em termos trimestrais, respetivamente). O facto de os valores do crescimento do PIB no quarto trimestre surpreenderem positivamente levar-nos-á a rever em alta a previsão de crescimento para 2024, devido ao efeito de arrastamento gerado pela recuperação do crescimento no quarto trimestre de 2023.

Espanha: PIB

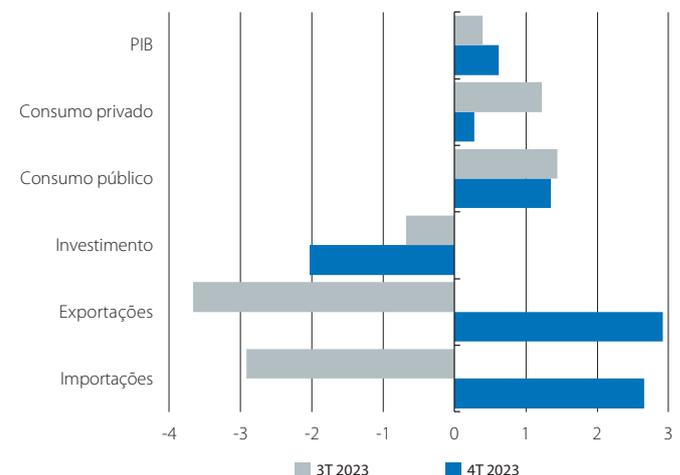
Varição (%)



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

Espanha: componentes do PIB

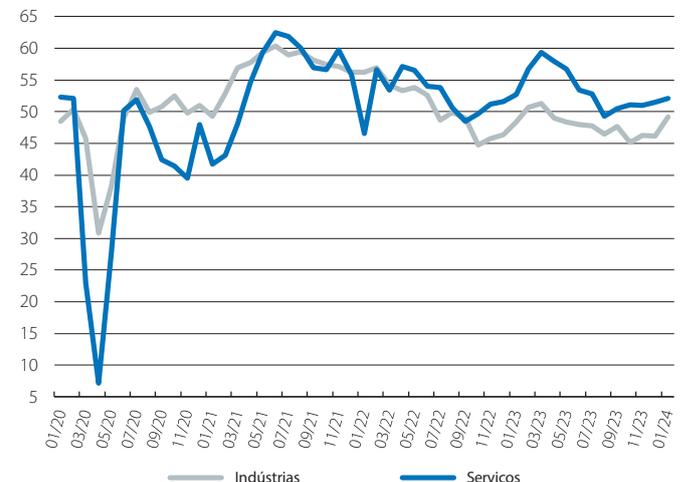
Varição em termos trimestrais (%)



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

Espanha: PMI

Nível



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

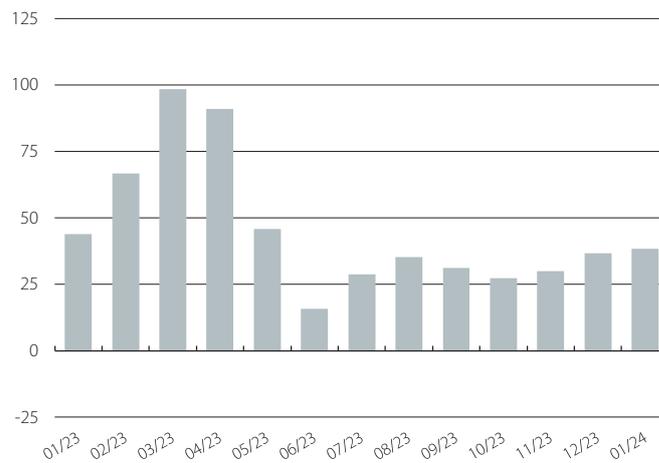
Os primeiros indicadores de atividade disponíveis para 2024 dão sinais encorajadores. Com efeito, em janeiro, o PMI da indústria transformadora subiu três pontos para 49,2, ou seja, abaixo do limiar de crescimento (50), mas sugerindo que a deterioração da atividade industrial está a abrandar. O indicador homólogo para o sector dos serviços também subiu 0,6 pontos, para 52,1, colocando-o firmemente na zona de expansão. Entretanto, de acordo com os dados de inscrição na Segurança Social, o ano começou de forma positiva. Ainda que, como habitualmente em janeiro, as inscrições tenham diminuído, em termos corrigidos de sazonalidade, o número de empregados aumentou em 38.000, uma aceleração em comparação com a média mensal no 4T 2023 (31.250). No mesmo sentido, o monitor do consumo do CaixaBank Research mostra que em janeiro a atividade dos cartões espanhóis teria ganho dinamismo, com um crescimento de 5,6% em termos homólogos, face a 5% em dezembro e 7% em novembro.

Embora a inflação subjacente tenha mantido a sua tendência descendente em janeiro, a inflação global aumentou ligeiramente devido à eletricidade. Em janeiro, a inflação global inverteu a sua recente tendência de moderação e subiu para 3,4%, 3 décimos de ponto percentual acima do valor registado em dezembro. Já a inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não processados) desceu 2 décimas de ponto percentual para 3,6%. O ligeiro aumento da inflação global em janeiro explica-se, segundo o INE, pelo aumento dos preços da eletricidade. Em parte, este aumento corresponde ao aumento dos impostos sobre as faturas de eletricidade (por exemplo, o IVA sobre a eletricidade aumentou de 5% para 10% em 1 de janeiro). Não obstante, esta dinâmica ascendente da componente eletricidade foi parcialmente atenuada pela descida dos preços dos combustíveis.

O abrandamento das importações de bens e o bom momento do turismo em Espanha permitiram uma melhoria substancial da balança de transações correntes. No que respeita ao acumulado do ano até novembro, as exportações de bens registaram um ligeiro declínio de 0,7% em termos homólogos, em comparação com uma queda considerável das importações (-6,8% em termos homólogos), afetada em certa medida pela descida dos preços da energia. Até novembro, o défice comercial situou-se em -2,9% do PIB, o que representa uma melhoria substancial em relação aos -5,1% registados nos primeiros 11 meses do ano anterior. Esta diminuição do défice comercial ocorreu em simultâneo com uma melhoria espetacular do excedente do sector dos serviços. O excedente dos serviços acumulado até novembro foi, assim, de 6,8% do PIB (6,1% em novembro de 2022), impulsionado pela invejável saúde do turismo, que fechou 2023 com números extraordinários. Em 2023, no seu conjunto, as chegadas de turistas ultrapassaram os 85 milhões, mais 1,9% do que em 2019, e gastaram mais 18,2% do que em 2019.

Espanha: inscritos na Segurança Social *

Varição mensal (milhares)

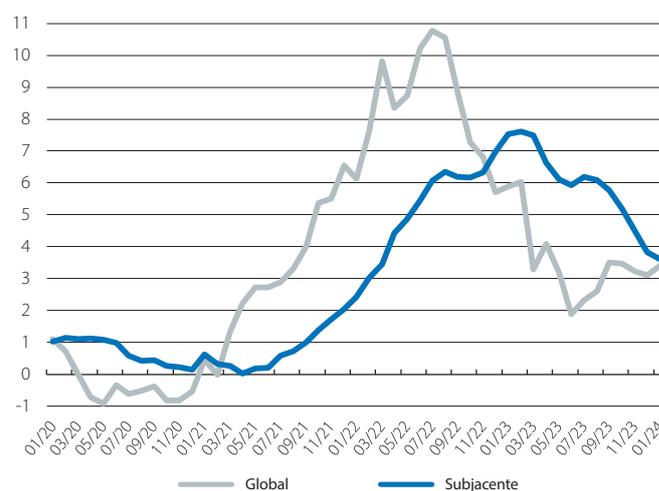


Nota: * Série ajustada sazonalmente.

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

Espanha: IPC

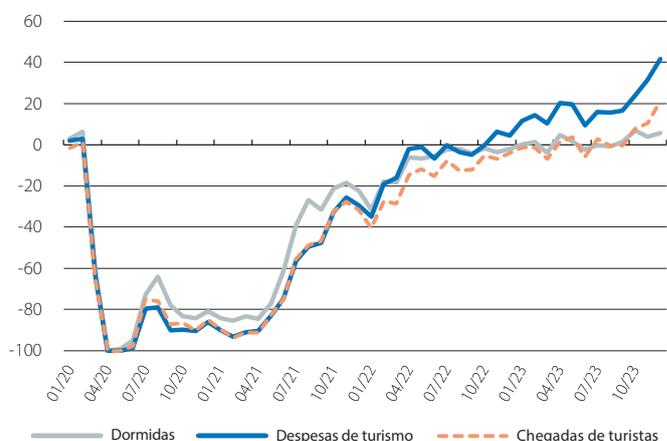
Varição homóloga (%)



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

Espanha: indicadores de turismo estrangeiro

Varição em relação ao mesmo mês de 2019



Nota: Dormidas de turistas em hotéis, estabelecimentos de turismo rural, apartamentos turísticos e parques de campismo.

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

Tesouro 2024: o aumento da participação de investidores nacionais e não residentes absorverá as necessidades de financiamento mais elevadas

Não obstante o objetivo de reduzir o défice público para 3% do PIB até 2024, as necessidades de financiamento do Tesouro continuarão a ser elevadas. Adicionalmente, o mercado terá de absorver toda a dívida detida pelo BCE que não irá reinvestir. Neste contexto, colocamos em perspetiva o montante da dívida a absorver pelo mercado este ano.

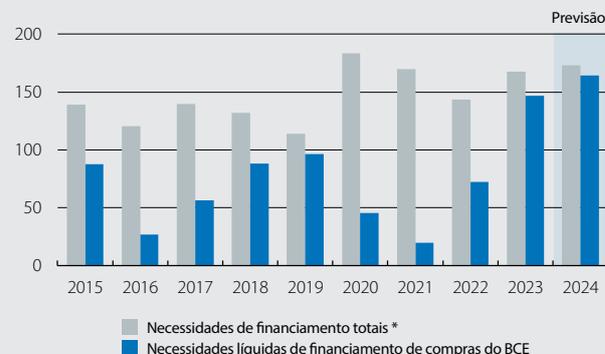
Estratégia do Tesouro após o fim das compras líquidas do BCE

Segundo a estratégia de financiamento do Tesouro para 2024, publicada em meados de janeiro, está prevista uma emissão líquida de 55 mil milhões de euros, inteiramente coberta por instrumentos de médio e longo prazo. É uma quantia elevada, mas inferior aos 65 mil milhões em 2023. A emissão bruta de dívida de médio e longo prazo, somando as amortizações previstas, ascenderá a 173,1 mil milhões de euros, ligeiramente superior aos 167,5 mil milhões de euros em 2023.

A alteração do cenário é digna de nota porque o BCE vai continuar e, de facto, intensificar a retirada iniciada em 2022. Convém recordar que, no programa APP¹, as compras líquidas foram prolongadas até junho de 2022; de julho de 2022 a fevereiro de 2023, 100% das obrigações vincendas foram reinvestidas; no período compreendido entre março e junho de 2023, foram efetuados reinvestimentos parciais e, desde julho do ano passado, os reinvestimentos são nulos, pelo que a carteira está a diminuir à medida que os ativos vencem. E no PEPP (programa extraordinário de compra de ativos durante a pandemia), as compras líquidas foram prolongadas até março de 2022; entre abril de 2022 e junho de 2024, serão efetuados reinvestimentos a 100%; entre julho e dezembro de 2024, os reinvestimentos serão parciais e, finalmente, a partir de 2025, cessarão e a carteira diminuirá à medida que os ativos forem vencendo.

Espanha: necessidades de financiamento do Tesouro

(Milhares de milhões de euros)



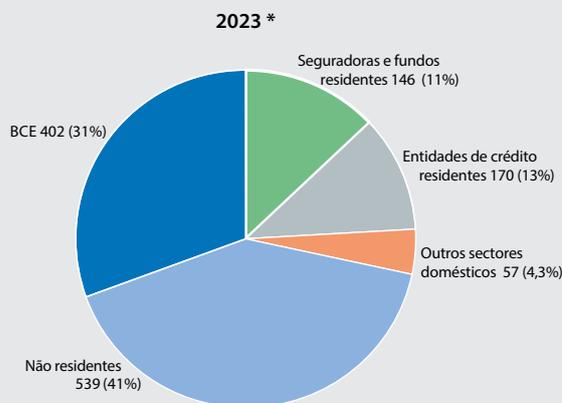
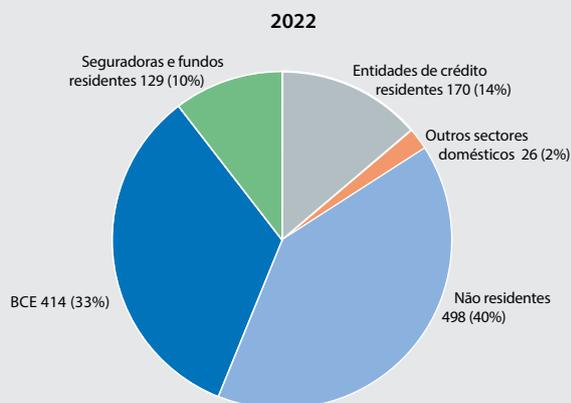
Nota: * Os valores dos reembolsos não incluem as letras. Por exemplo, 89.348 milhões de letras serão amortizadas em 2023 e a Estratégia do Tesouro prevê 84.454 milhões em 2024.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Secretaria Geral do Tesouro.

Em 2023, considerando toda esta informação, o BCE efetuou compras líquidas de dívida soberana espanhola negativa no valor de -15 mil milhões de euros e reinvestiu amortizações no valor de 36 mil milhões de euros. Estima-se que, em 2024, o BCE efetuará compras líquidas de -38 mil milhões e reinvestirá dívida de médio e longo prazo de cerca de 47 mil milhões. Consequentemente, as compras brutas do BCE em 2024 seriam 12 mil milhões inferiores às de 2023 (0,8% do PIB).

Não obstante o menor protagonismo do BCE, o contexto de taxas de juro mais elevadas em comparação com o período 2016-2022 deverá aumentar a atratividade destes ativos para os investidores, tanto nacionais como não residentes, e facilitar a absorção das necessidades de financiamento de Espanha, uma tendência que já foi observada em 2023. Consequentemente, a posse de dívida espanhola revelam uma boa diversificação da base de investidores (ver segun-

Espanha: posse de dívida pública (letras, títulos e obrigações)

(Milhares de milhões de euros) Estrutura (%)



Nota: * Dados de outubro de 2023.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Secretaria Geral do Tesouro.

1. O BCE tem comprado ativos ao abrigo do seu Programa de Compra de Ativos (Asset Purchase Programme) desde 2014, incluindo obrigações de dívida pública, obrigações empresariais, obrigações de dívida titularizados e obrigações hipotecárias.

do e terceiro gráficos). Os investidores estrangeiros mostraram a sua confiança em 2023 (dados até outubro), aumentando as suas participações em dívida espanhola (excluindo letras) em 65 mil milhões de euros em relação ao final de 2022, muito acima da média histórica 2003-2021 (16,4 mil milhões). Como resultado, o seu peso no total da dívida (incluindo letras, que representam apenas 5% da carteira de dívida) aumentou para 41%, contra 40% no final de 2022, e tiveram uma participação especial nas emissões sindicadas de 2023.

Por outro lado, os investidores internacionais reduziram a sua posse de letras a favor dos investidores nacionais. Os retalhistas lideraram o interesse nacional pelas letras do Tesouro, tornando-se o principal detentor, com um aumento histórico de 21 mil milhões de euros até outubro de 2023. Os pequenos investidores representavam, assim, 31,7% do total das letras detidas nessa data, ou seja, 22 893 milhões de euros, o que os torna o principal tipo de investidor neste segmento. Deste modo, os investidores nacionais representam, no seu conjunto, 28,4% do total da dívida (26,3% no final de 2022).

Se considerarmos o *stock* total, estimamos que a dívida pública detida pelo BCE representará 30% da dívida total (32% do PIB) em 2024, deixando os restantes 70% (75% do PIB) nas mãos de outros investidores. O montante da dívida em percentagem da dívida total detida por outros intervenientes que não o BCE excedeu largamente este valor (com um pico de 102% do PIB em 2014) entre 2012 e 2015.

Outros fatores de apoio

Para além do maior papel dos investidores privados, existem outros fatores que permitem compreender em que condições o Tesouro terá de satisfazer estas necessidades de financiamento em 2024, tais como custos de financiamento mais favoráveis, apesar da contração monetária do ano passado, agora em processo de redução gradual, e uma longa maturidade média da dívida.

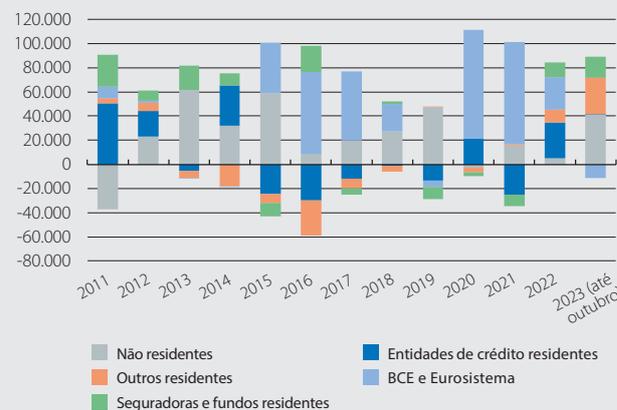
Mais concretamente, em 2023, o custo médio de financiamento das novas emissões (incluindo letras) recuperou para 3,44%, depois de se ter situado em 1,35% em 2022 e em território negativo (-0,04%) em 2021. O custo médio da dívida global registou, no entanto, um aumento muito moderado, passando de 1,64% em 2021 para 1,73% em 2022 e 2,1% em 2023. A fim de ancorar os baixos custos de financiamento dos últimos anos, o Tesouro optou por emitir nas parcelas mais longas da curva de vencimentos. Este facto aumentou a maturidade média da dívida espanhola para 7,8 anos.

O custo médio da dívida global em 2024 deverá registar um aumento muito moderado, graças à maturidade da dívida emitida há anos a taxas mais elevadas do que as atuais e à longa maturidade média. Por conseguinte, o pagamento de juros da dívida das Administrações Públicas no seu conjunto, tendo em conta as atuais expectativas do mercado de uma descida das taxas de juro um pouco maior do que há alguns meses, poderá situar-se em 2,5% do PIB em 2024, um nível semelhante ao de 2023 mas muito inferior ao de há uma década (em 2014, por exemplo, atingiu 3,5%).

Em 2026, a médio prazo, a fatura de juros do sector das Administrações Públicas poderá ser de cerca de 2,6% do PIB, levando a uma fatura de juros de cerca de 44 mil milhões de euros, em comparação com os 35 mil milhões de euros que prevemos para 2023. Por isso, mesmo que a contração monetária se desfaça, os custos da dívida continuarão a ser mais

Espanha: variação homóloga da posse de dívida pública (letras, títulos e obrigações)

(Milhões de euros)



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

Espanha: dívida pública

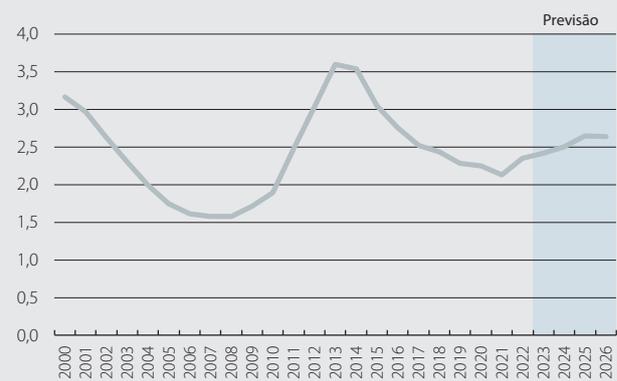
(% do PIB)



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

Espanha: pagamentos de juros da dívida pública

(% do PIB)



Nota: Dado que a maturidade média é de 8 anos, a previsão é efetuada com base na taxa de mercado implícita a 8 anos.

Fonte: BPI Research.

elevados do que nos anos de taxas extremamente baixas, levando a um aumento gradual do custo da dívida. Neste contexto, e tendo em conta a elevada dívida pública, será fundamental conceber uma estratégia de consolidação orçamental gradual mas sustentada, que esteja em conformidade com as novas regras orçamentais aprovadas pela UE.

O aumento do rendimento disponível reforça a situação financeira das famílias espanholas

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

O rendimento disponível bruto (RDB) das famílias no seu conjunto registou um notável crescimento homólogo de 10,6% no 3T 2023, claramente acima da inflação do 3T (2,8%) e do crescimento do número de famílias (1,5%), o que permitiu uma notável recuperação do poder de compra perdido com o choque inflacionista desencadeado em 2022. Os rendimentos das famílias registaram um crescimento muito mais forte do que o do conjunto da Zona Euro (6,4%). Nos três primeiros trimestres de 2023, no seu conjunto, o rendimento disponível registou um crescimento homólogo de 11,4%.

O mercado de trabalho tem sido um dos motores do rendimento disponível; não surpreendentemente, as remunerações totais dos trabalhadores cresceram 9,0% no 3T, em termos homólogos, refletindo o aumento do emprego (+3,9% de crescimento homólogo do número de trabalhadores) e o maior dinamismo salarial (+5% de remuneração por trabalhador). As prestações sociais (+9,7% em termos homólogos, impulsionadas pela revisão de 8,4% das pensões em 2023), os rendimentos do trabalho independente e os rendimentos de propriedade, graças ao aumento dos pagamentos de dividendos e de outros rendimentos de investimento, também contribuíram para o crescimento do rendimento. Este facto compensou largamente o aumento dos pagamentos de juros líquidos, que ascenderam a 3,7 mil milhões de euros (mais 1,2 mil milhões de euros do que no 3T 2022).

Este aumento do rendimento bruto agregado foi marcado pelo aumento da criação de agregados familiares. Não surpreende que a população espanhola tenha aumentado 525.000 pessoas no 3T 2023 em comparação com o 3T 2022, impulsionada pela força dos fluxos migratórios. Por conseguinte, foram criados 285.000 agregados familiares em termos líquidos no último ano. Em resultado, o rendimento disponível por agregado familiar cresceu no 3T a um ritmo ligeiramente mais lento do que o rendimento agregado, embora ainda a taxas muito fortes: com uma notável subida de 9,0% em termos nominais e de 6,1% em termos reais.

As despesas de consumo das famílias, pelo contrário, cresceram a um ritmo mais lento do que o rendimento das famílias. Neste sentido, nos primeiros três trimestres de 2023, o rendimento disponível das famílias cresceu claramente acima da despesa das famílias (10,6% vs. 5,7% em termos homólogos, respetivamente).

Relativamente a 2023 no seu conjunto, na sequência destes recentes dados muito positivos, esperamos que o cresci-

Espanha: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento disponível bruto)



Nota: Dados de 2023 apenas para os três primeiros trimestres (dados disponíveis).
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Espanha: contas não financeiras das famílias

| | 3T 2022 (M€) | 3T 2023 (M€) | Variação homóloga (%) |
|---|----------------|----------------|-----------------------|
| Remuneração total dos empregados (+) | 159.250 | 173.630 | 9,0 |
| EBE (rendimento de trabalhador independente, rendas imputadas...) (+) | 54.515 | 57.374 | 5,2 |
| Rendimento líquido da propriedade (+) | 5.193 | 6.856 | 32,0 |
| Pagamento líquido de juros* (-) | -2.510 | -3.733 | 48,7 |
| Outros (dividendos, outros rendimentos de investimento...) (+) | 7.703 | 10.589 | 37,5 |
| Impostos sobre o rendimento (-) | -39.539 | -44.259 | 11,9 |
| Contribuições sociais líquidas (-) | -47.963 | -52.482 | 9,4 |
| Prestações sociais (+) | 54.458 | 59.763 | 9,7 |
| Outros (+) | 4.715 | 9.964 | 111,3 |
| RDB final (contas nacionais)** | 190.629 | 210.846 | 10,6 |

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

** O RNB é equivalente ao rendimento nacional bruto disponível.

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

mento do RDB ultrapasse os 9,0%, o que deverá permitir que o consumo das famílias em termos reais agregados feche o ano num nível claramente superior ao de 2022, apesar do aumento das taxas de juro e de uma inflação ainda elevada.

Pre vemos que, em 2024, o rendimento disponível possa crescer cerca de 5,0%, graças à resiliência do mercado de trabalho, a um aumento dos pagamentos brutos de juros que começará a inverter-se e a um aumento das prestações sociais que poderá rondar os 5% (as pensões contributivas foram aumentadas em 3,8% em 2024, mas as despesas totais com pensões serão mais elevadas, tendo em conta o afluxo de novos pensionistas e as reavaliações mais elevadas das pensões não contributivas e mínimas). Por conseguinte, com um rendimento disponível dinâmi-

co e uma inflação moderada, a recuperação do poder de compra deverá prosseguir.

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

Devido ao grande diferencial de crescimento entre o rendimento e o consumo, o rácio de poupança aumentou para 9,6% nos primeiros nove meses de 2023, um aumento de 2 p. p. em relação ao valor registado no conjunto de 2022. Este valor é, além disso, claramente superior à média registada entre 2015 e 2019 (6,8%).

Como foram canalizadas as poupanças geradas? As contas financeiras do Banco de Espanha fornecem um quadro pormenorizado a este respeito. Podemos concluir que a capacidade de financiamento das famílias foi em parte orientada para a aquisição de ativos financeiros, num montante de 10,6 mil milhões de euros nos primeiros nove meses de 2023, e em parte para a desalavancagem (redução da sua dívida em 14,48 mil milhões de euros em relação ao final de 2022).

Relativamente aos ativos, é de salientar que o stock de ativos financeiros brutos aumentou 82,3 mil milhões de euros entre o 4T 2022 e o 3T 2023, refletindo uma reavaliação de 71,7 mil milhões de euros e a já referida aquisição líquida de ativos financeiros de 10,6 mil milhões de euros nos últimos três trimestres.

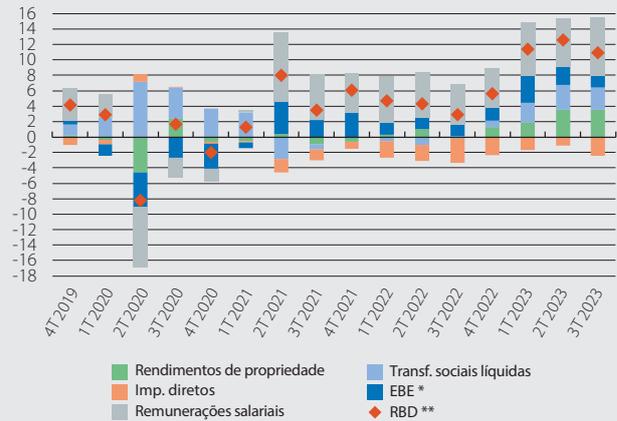
Observando a desagregação das aquisições líquidas de ativos, vemos, a partir do final de 2022, uma reafetação de ativos financeiros de depósitos para instrumentos de maior rendimento, como certificados do Tesouro e fundos de investimento. As famílias investiram, nomeadamente, 19,8 mil milhões de euros em títulos de dívida pública e 18,44 mil milhões de euros em participações de capital e fundos de investimento. Em contrapartida, reduziram a caixa e os depósitos no valor de 28,2 mil milhões de euros.

No que toca ao passivo, as famílias continuaram a desalavancar nos primeiros três trimestres de 2023, reduzindo a sua dívida em 14,48 mil milhões de euros face ao final de 2022 (-2,1%) para 689 mil milhões, um montante que representa 48% do PIB, menos 4,3 pontos do que no final do ano anterior e o melhor registo desde 2002.

Em consequência destas tendências, a riqueza financeira líquida das famílias cresceu 97,3 mil milhões em comparação com o 4T 2022, para pouco mais de 2,05 biliões de euros; trata-se de 142,9% do PIB, menos 2,4 p. p. do que no final de 2022, devido ao aumento do PIB nominal.

Concluindo, o reforço da situação financeira das famílias a nível agregado permite algum otimismo. Este amortecimento permitirá que o consumo das famílias continue a crescer nos próximos trimestres e continuará a ser um importante fator de apoio para a economia espanhola no seu conjunto.

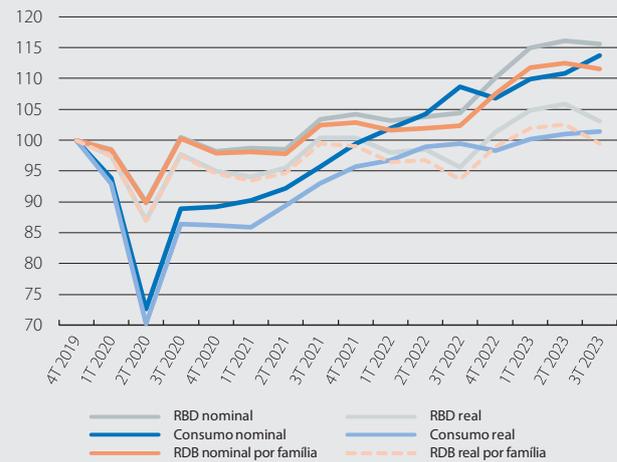
Espanha: rendimento disponível das famílias
Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)



Notas: * EBE corresponde ao excedente bruto de exploração. ** O RDB é igual ao rendimento disponível bruto.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

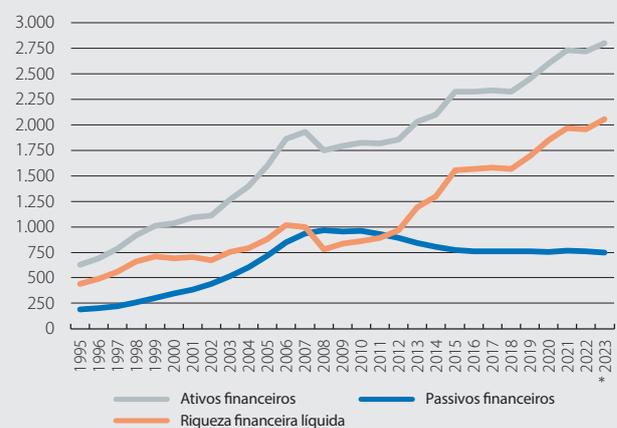
Espanha: rendimento disponível bruto e consumo das famílias

Nível (100 = 4T 2019)



Notas: Dados ajustados de sazonalidade. O RDB corresponde ao rendimento disponível bruto.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Espanha: balanço financeiro das famílias
(Milhares de milhões de euros)



Nota: * 3T 2023.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

As despesas nas faturas das famílias espanholas em 2023, uma pausa depois de um 2022 de cortar a respiração

A inflação elevada tem sido uma das principais condicionantes ao consumo das famílias desde o final da pandemia, embora tenha abrandado ao longo de 2023 e tenha terminado o ano em níveis mais moderados. Em dezembro, situava-se em 3,1%. Esta moderação deveu-se, em grande parte, à descida significativa dos preços da energia. A componente eletricidade do IPC, por exemplo, caiu 36,8% no conjunto do ano.¹ Mas como é que as despesas das famílias com bens essenciais, como os bens de primeira necessidade, acabaram por evoluir?

O BPI Research analisa os gastos com cartões e com levantamentos semanalmente no Monitor do Consumo, disponível no nosso *site*, e mensalmente no Portal da Economia, em tempo real. Assim, analisámos em 2022 a forma como o impacto da crise energética se repercutiu nas faturas de eletricidade e gás das famílias.² Neste artigo vamos explorar a evolução da despesa total das famílias através das faturas de débito direto, bem como a sua principal rubrica, os fornecimentos básicos (água, eletricidade, gás e telefone).³ Para tal, vamos analisar, de forma totalmente anónima, as faturas pagas diretamente nas contas bancárias do CaixaBank, um dos principais canais de pagamento das famílias.⁴

A evolução da despesa através das faturas nos últimos cinco anos foi marcada pela pandemia e pela subsequente crise energética. O impacto das restrições impostas pela COVID-19 no consumo dos espanhóis refletiu-se numa redução de 4% das despesas totais através de faturas em 2020. Após este hiato, seguiram-se dois anos de fortes subidas: as despesas através das receitas aumentaram 6,4% em 2021 e 11,8% em 2022. Comparativamente, o IPC global foi fixado em 3,1% em 2021 e 8,4% em 2022. Por outras palavras, o montante das faturas aumentou cerca de 3 p.p. acima do custo de vida. A situação alterou-se em 2023: as despesas verificadas via faturas cresceram 1,5% no ano passado, 2 p.p. abaixo da inflação média.

Nos fornecimentos básicos (água, eletricidade, gás e telefone), em que o consumidor tem menos margem de

1. Para mais informações sobre a contribuição da componente energética para a inflação, ver o documento Focus «A importância dos custos intermédios na dinâmica da inflação em Espanha» no IM01/2024.

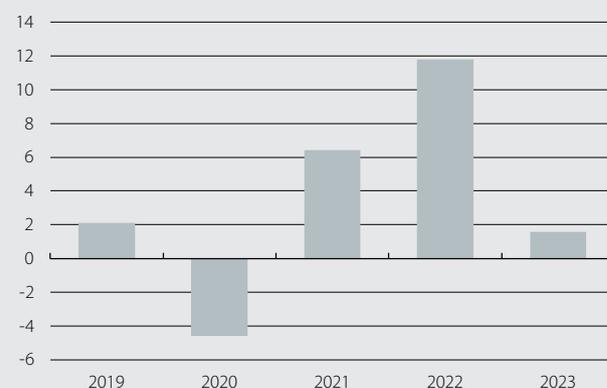
2. Ver, por exemplo, o Focus «A evolução das faturas de eletricidade das famílias espanholas em 2022» no IM12/2022 e «Os preços da eletricidade estão a disparar, e o valor da sua fatura?» no IM01/2022.

3. A repartição das despesas por faturas mostra que estas correspondem principalmente ao pagamento de fornecimentos (27%), seguros (21%) e rendas (15%).

4. Segundo dados internos, as despesas efetuadas através de débitos diretos correspondem a 20% das despesas totais em 2023, através de cartões, levantamentos e recibos.

Espanha: evolução das despesas totais através de faturas de débito direto

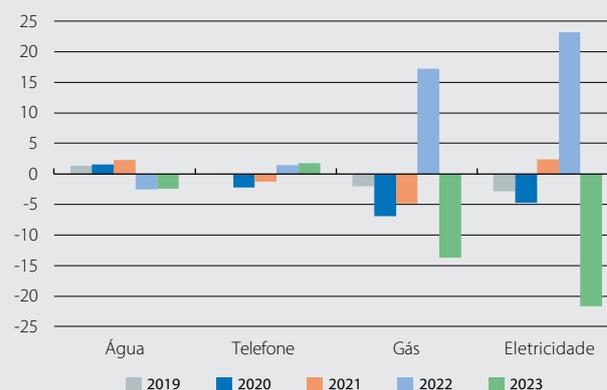
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos.

Espanha: evolução da fatura média por categoria de fornecimento

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos.

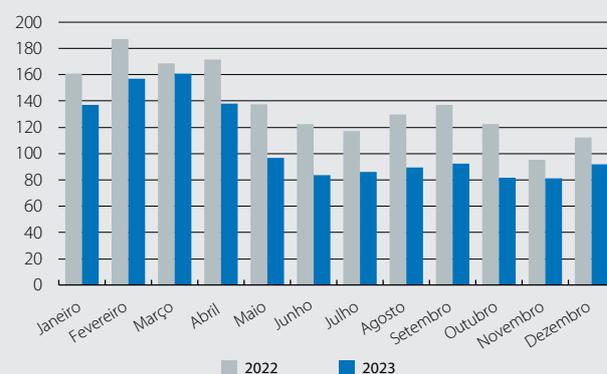
manobra para se adaptar em caso de crise, verificamos diferenças acentuadas (ver segundo gráfico). As despesas com água e telefone foram bastante semelhantes ao longo do período analisado. A fatura média da água em 2023 foi 2% inferior à de 2022, enquanto a fatura média do telefone foi 1% superior. As despesas com o fornecimento de energia, pelo contrário, têm sido muito mais voláteis. O montante médio da fatura de eletricidade aumentou 23% em 2022, mas diminuiu 21% em 2023, pelo que as famílias pagaram menos 6% em 2023 do que em 2019. Analogamente, a fatura do gás aumentou 17% em 2022, mas sofreu uma redução de 13% em 2023, acabando por ser 10% inferior à de 2019. Dado que as variações dos preços do gás e da eletricidade entre 2019 e 2023 foram menores, estas reduções refletem principalmente os esforços das famílias para reduzir o seu consumo de energia.

Fazendo uma análise da fatura energética por montante mensal, verificamos que em todos os meses de 2023 foi inferior à de 2022 (cerca de 30 euros em média), e sobretudo entre maio e outubro (com um montante 31% inferior). Por conseguinte, as famílias pagariam, em média, 108 euros pela eletricidade e pelo gás em 2023, contra 138 euros em 2022 (e 115 euros em 2019).

No horizonte de 2024, a supressão prevista ao longo do ano das diferentes medidas anti-inflacionistas deverá ter um certo impacto na fatura energética. O BPI Research continuará a acompanhá-lo em tempo real.⁵

Espanha: montante médio das faturas de energia

(Euros)



Nota: Inclui contas de eletricidade e gás.

Fonte: BPI Research, com base em dados internos.

5. Este ano, incluiremos no Monitor do Consumo e no Portal da Economia, em tempo real, a evolução dos recebimentos para gastos e levantamentos com cartões.

Impacto da prorrogação parcial das medidas anti-inflacionistas em 2024 nas contas públicas

No final de 2023, o governo aprovou um decreto, validado pelo Congresso em janeiro, que prorroga parcialmente em 2024 as medidas de apoio económico para atenuar o impacto da inflação que foram aplicadas em 2022-2023. Com esta prorrogação de algumas medidas, o impacto ascendente sobre o défice público será relativamente contido, evitando ao mesmo tempo o forte aumento da inflação que teria ocorrido com a caducidade total das medidas em janeiro de 2024. Segue-se uma panorâmica da situação das contas públicas em Espanha e do impacto da extensão parcial das medidas de apoio às famílias e ao tecido produtivo, avaliando o seu custo fiscal.

O défice público em Espanha: ponto da situação no início de 2024

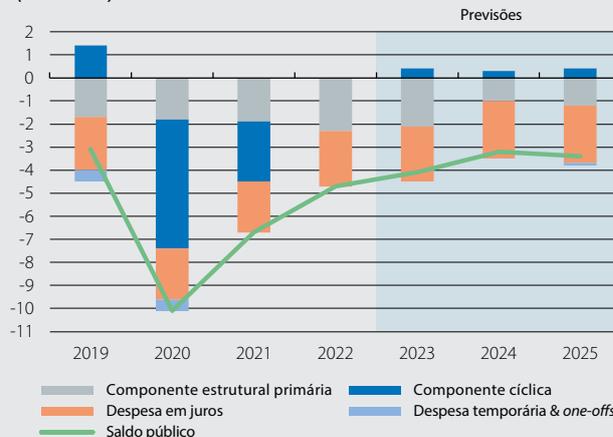
Durante os últimos anos, a Espanha reduziu significativamente o défice público após o aumento acentuado em 2020 como resposta à pandemia sob a forma de medidas de apoio (atingiu 10,1% do PIB). Prevê-se que em 2023 seja (o valor final será conhecido em março) de cerca de 4,0% do PIB. Em relação a 2024, o Plano Orçamental de outubro, num cenário inercial que não incorporava novas medidas como a prorrogação parcial do plano de choque, situava o défice público em 2024 em 3,0% do PIB, com base no pressuposto de um aumento das receitas públicas de 5,8% em termos homólogos e das despesas públicas de 3,7%. Tais projeções não diferem muito das da Comissão Europeia. A Comissão previa, nomeadamente, um défice orçamental, antes da prorrogação do plano de choque, de 3,2% do PIB em 2024 e de 3,4% do PIB em 2025, o que se explica principalmente pelo défice estrutural – em 2024, um défice primário estrutural de 1% e uma despesa com juros de 2,5%. Em contrapartida, o saldo cíclico deixou de ser deficitário na sequência do regresso da economia espanhola ao PIB potencial.

As chaves para a extensão das medidas e o impacto nas contas públicas

O governo adotou, em 2023, um plano de choque para atenuar a inflação elevada, com um custo fiscal de 15 mil milhões de euros, o que representa 1% do PIB, tal como quantificado pela AiREF. Esse plano consistia numa série de reduções fiscais sobre a energia e a alimentação, que reduziam as receitas públicas em 6 mil milhões de euros, e num conjunto de medidas de apoio aos particulares e ao sector produtivo – subsídios de deslocação generalizados para os transportes públicos, financiamento do limite máximo da tarifa de último recurso (TUR) para o

Espanha: saldo público

(% do PIB)



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

gás e um conjunto de subsídios sectoriais –,¹ que aumentavam as despesas públicas em 9 mil milhões de euros. De acordo com as projeções do défice público para 2024, apresentadas na secção anterior, o plano de choque de 2023 caducaria quase totalmente em 1 de janeiro de 2024, o que resultaria numa poupança de aproximadamente de 15 mil milhões de euros este ano. Em finais de dezembro, porém, o governo anunciou a prorrogação parcial de algumas das medidas do plano de choque de 2024, aprovado pelas Cortes em janeiro. Em que medida é que esta prorrogação parcial implica um desvio dos objetivos em matéria de défice para 2024? Para responder a esta questão, é fundamental uma análise pormenorizada das novas medidas e uma avaliação do seu custo fiscal:

- Primeiramente, salienta a reversão parcial e escalonada, ao longo de 2024, das reduções de impostos sobre a fatura da eletricidade adotadas em 2022-2023. Quanto ao gás, o IVA foi aumentado de 5% para 10% em 1 de janeiro e voltará a aumentar após 31 de março, voltando à taxa anterior às medidas, de 21%. O IVA sobre a eletricidade também aumentou de 5% para 10% em 1 de janeiro, mas permanecerá em 10%² até 2024 e só voltará a

1. Incluíram: descontos no combustível para os transportadores profissionais que utilizam gasóleo; aos agricultores e criadores de gado, ajudas diretas aos titulares de uma autorização de transporte para consumo estimado; ajuda direta à agricultura devido ao aumento dos preços dos fertilizantes; auxílios ao sector das pescas e da cerâmica; ajuda sectorial do Fundo Espanhol de Garantia Agrícola (FEGA) para a seca ...

2. A redução do IVA afeta os consumidores com uma potência contratada igual ou inferior a 10 kW. Quase todas as famílias beneficiam da redução deste imposto. A taxa de IVA de 10% será igualmente aplicável a 70% dos contratos de fornecimento de eletricidade às empresas e aos consumidores não domésticos.

21% em 2025. Já o imposto especial sobre a eletricidade (IEE), que a partir de setembro de 2021 foi reduzido de 5,11%³ para o mínimo legal de 0,5%, em 2024 aumentará de forma escalonada. A prorrogação parcial destas reduções fiscais permitirá obter cerca de 1,8 mil milhões de euros de receitas em relação ao regresso às taxas normais em janeiro de 2024.

- O IVA de 0% sobre os produtos alimentares básicos e de 5% sobre as massas alimentícias é prorrogado até 30 de junho. A principal novidade é que o IVA sobre o azeite, que foi reduzido para 5% (a sua taxa normal é de 10%), voltará a ser de 0%.⁴ Estas medidas irão gerar cerca de 1,2 mil milhões de euros de receitas públicas em relação ao regresso às taxas normais em janeiro de 2024.
- A nível das despesas, o financiamento, no primeiro semestre de 2024, dos limites aplicados ao crescimento da tarifa de gás de último recurso (TUR)⁵ poderia ter um custo fiscal de 500 milhões. E no domínio dos transportes públicos, as medidas foram alargadas de 2023 para todo o ano de 2024. 1,4 mil milhões de euros destinam-se a viagens gratuitas nos comboios Cercanías, Rodalies e Media Distancia para os utilizadores frequentes, bem como a um desconto de 30% nos transportes públicos regionais e locais.⁶

Resumindo, estimamos que o custo fiscal do conjunto destas medidas poderá ascender a cerca de 5 mil milhões de euros, ou seja, 0,3% do PIB.

A prorrogação parcial do plano de choque implicará, por conseguinte, uma pressão no sentido de um aumento do défice orçamental este ano de cerca de 3 décimos de ponto percentual em relação ao plano orçamental e às previsões da Comissão, que não pressupunham qualquer prorrogação para este ano, pelo que o défice se situaria em torno de 3,3%-3,5% do PIB. O impacto no défice de 3 décimos de ponto percentual será parcialmente compensado em 1 ou 2 décimos de ponto percentual por um crescimento do PIB superior ao previsto há alguns meses; em 2023, o crescimento nominal do PIB foi de 8,6%, superior ao previsto (a Comissão Europeia previa um crescimento de 7,7% e o Plano Orçamental de 8,3%) e o bom valor registado no quarto trimestre de 2023 terá repercussões

3. A base tributável é a fatura de eletricidade determinada com base no consumo de eletricidade e na potência contratada.

4. No entanto, esta medida ainda não está em vigor; fá-lo-á quando o Congresso aprovar a alteração ao decreto que reduz a taxa para 0%.

5. Evitam um aumento do custo da matéria-prima superior a 15%, limitando o aumento trimestral a cerca de 5%, bem como a existência da TUR de bairro, de que podem beneficiar as comunidades de proprietários com aquecimento central a gás natural.

6. Independentemente do facto de, ao contrário do ano passado, as autoridades regionais/locais complementarem esta medida com um desconto adicional de 20%.

Espanha: impacto da prorrogação parcial das medidas anti-inflacionistas em 2024 relativamente a uma eliminação total em janeiro de 2024

| | Impacto anual do défice (milhões de euros) |
|---|--|
| Medidas relativas às receitas (menor cobrança) | |
| IVA da eletricidade: aumento de 5% a 10% (taxa normal: 21%) todo o ano de 2024 | -1.500 |
| Imposto sobre o consumo de eletricidade: de 0,5% a 2,5%. no 1T, 3,8% no 2T e depois 5,11% | -200 |
| IVA do gás: de 5% para 10% no 1T, 21% (previsto) depois | -50 |
| IVA alimentos: até 30 de junho IVA dos essenciais e azeite 0%, até 5% | -1.200 |
| Medidas relativas às despesas (aumento das despesas) | |
| Auxílio ao transporte | 1.440 |
| Financiamento da tarifa de último recurso para o gás natural (TUR) | 500 |

Fonte: BPI Research, de acordo com uma extrapolação do impacto em 2023.

no crescimento em 2024. Por conseguinte, considerando o custo orçamental da prorrogação e incorporando os dados macroeconómicos mais recentes, o défice em 2024 situar-se-ia entre 3,1% e 3,4% do PIB. A sua posição neste intervalo dependerá, entre outros aspetos, do valor do défice final em 2023 ou, por outras palavras, do ponto de partida para 2024 e do facto de os orçamentos para este ano acabarem por incorporar medidas adicionais.

Indicadores de atividade e emprego

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|-------|-------|
| Indústria | | | | | | | | | |
| Índice de produção industrial | 2,8 | – | 1,3 | –1,8 | –1,9 | – | 0,8 | ... | ... |
| Indicador de confiança na indústria (valor) | –0,8 | –6,5 | –4,5 | –5,3 | –8,2 | –8,1 | –9,5 | –6,5 | –5,2 |
| PMI das indústrias (valor) | 51,0 | 48,0 | 50,1 | 48,5 | 47,3 | 45,9 | 46,3 | 46,2 | 49,2 |
| Construção | | | | | | | | | |
| Licenças de novas construções (acum. 12 meses) | 15,4 | – | –1,8 | 1,7 | 4,2 | – | –1,1 | ... | ... |
| Compra e venda de habitações (acum. 12 meses) | 29,0 | – | 10,2 | 3,5 | –3,0 | – | –9,4 | ... | ... |
| Preço da habitação | 7,4 | 3,9 | 3,5 | 3,6 | 4,5 | ... | – | – | – |
| Serviços | | | | | | | | | |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses) | 129,8 | – | 90,7 | 40,6 | 21,8 | ... | 19,2 | ... | ... |
| PMI dos serviços (valor) | 52,5 | 53,6 | 56,3 | 56,0 | 50,9 | 51,2 | 51,0 | 51,5 | 52,1 |
| Consumo | | | | | | | | | |
| Vendas a retalho | 0,9 | 6,0 | 6,7 | 6,1 | 6,9 | 4,4 | 5,0 | 3,1 | ... |
| Matrículas de automóveis | –3,0 | 18,5 | 45,5 | 9,9 | 6,9 | 11,9 | 7,0 | 10,6 | 7,3 |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor) | –26,5 | –19,2 | –22,5 | –19,0 | –16,1 | –19,2 | –19,4 | –18,5 | –18,8 |
| Mercado de trabalho | | | | | | | | | |
| População empregada ¹ | 3,1 | 3,0 | 1,8 | 2,9 | 3,5 | 3,8 | – | – | – |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa) | 12,9 | 12,1 | 13,3 | 11,6 | 11,8 | 11,8 | – | – | – |
| Inscritos na Segurança Social ² | 3,9 | – | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,7 | 2,6 |
| PIB | 5,8 | 2,5 | 4,1 | 2,0 | 1,9 | 2,0 | – | – | – |

Preços

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global | 8,4 | 3,6 | 5,1 | 3,1 | 2,8 | 3,3 | 3,2 | 3,1 | 3,4 |
| Inflação subjacente | 5,1 | 6,1 | 7,6 | 6,2 | 6,0 | 4,5 | 4,5 | 3,8 | 3,6 |

Setor externo

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|--|-------------|----------|-------------|-------------|-------------|----------|-------------|-------|-------|
| Comércio de bens | | | | | | | | | |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 22,9 | – | 20,5 | 12,3 | 4,5 | – | 0,5 | ... | ... |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 33,4 | – | 24,0 | 10,7 | –1,2 | – | –5,5 | ... | ... |
| Saldo corrente | 8,2 | – | 22,1 | 28,2 | 35,2 | – | 36,4 | ... | ... |
| Bens e serviços | 16,3 | – | 31,6 | 42,8 | 54,6 | – | 58,0 | ... | ... |
| Rendimentos primários e secundários | –8,1 | – | –9,5 | –14,6 | –19,4 | – | –21,6 | ... | ... |
| Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento | 20,7 | – | 36,3 | 42,1 | 49,4 | – | 51,4 | ... | ... |

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

| | 2022 | 2023 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|
| Depósitos | | | | | | | | | |
| Depósitos das famílias e empresas | 4,9 | 0,6 | 1,7 | 0,4 | –0,3 | 0,4 | 0,3 | 1,0 | ... |
| À vista e poupança | 7,9 | –4,6 | 0,3 | –4,0 | –6,9 | –7,7 | –7,8 | –7,5 | ... |
| A prazo e com pré-aviso | –19,7 | 51,7 | 7,7 | 40,1 | 69,5 | 89,4 | 89,4 | 99,2 | ... |
| Depósitos das Adm. Públicas | 9,6 | 8,7 | 7,4 | 6,8 | 11,3 | 9,4 | 13,6 | 0,6 | ... |
| TOTAL | 5,2 | 1,1 | 2,1 | 0,8 | 0,5 | 1,0 | 1,2 | 1,0 | ... |
| Saldo vivo de crédito | | | | | | | | | |
| Setor privado | 0,7 | –2,6 | –0,9 | –2,2 | –3,4 | –3,7 | –3,8 | –3,4 | ... |
| Empresas não financeiras | 0,9 | –3,4 | –1,0 | –2,7 | –4,6 | –5,3 | –5,6 | –4,8 | ... |
| Famílias - habitações | 1,0 | –2,6 | –1,2 | –2,4 | –3,4 | –3,3 | –3,4 | –3,2 | ... |
| Famílias - outros fins | –0,6 | –0,3 | –0,1 | –0,4 | 0,0 | –0,6 | 0,0 | –0,6 | ... |
| Administrações Públicas | 0,2 | –3,4 | –0,2 | –3,3 | –4,6 | –5,5 | –7,1 | –3,6 | ... |
| TOTAL | 0,7 | –2,6 | –0,9 | –2,3 | –3,4 | –3,8 | –4,0 | –3,5 | ... |
| Taxa de incumprimento (%)⁴ | 3,5 | – | 3,5 | 3,5 | 3,5 | ... | 3,6 | ... | ... |

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2024

© CaixaBank, S.A., 2024

Design e produção: www.cegeglobal.com

