

IM04

INFORMAÇÃO MENSAL
ABRIL 2024



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
O petróleo na «era» da descarbonização

ECONOMIA INTERNACIONAL
A perceção da economia e os seus paradoxos

ECONOMIA ESPANHOLA
Crescimento potencial do PIB em Espanha a médio prazo

Inovação em Espanha: ligeiramente abaixo da UE

A economia espanhola continua a reduzir a sua dívida externa

Um ano extraordinário para o sector da restauração em Espanha

ECONOMIA PORTUGUESA

Relógio imobiliário Português: a contração não tem hora marcada

Indústria, um setor com dificuldades em retomar

Desafios e perspetivas para a dívida pública portuguesa: reflexões sobre a retirada do BCE

O que se passa no imobiliário comercial em Portugal?

INFORMAÇÃO MENSAL

Abril 2024

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

BPI Research (DF-EEF)

[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 abril de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O petróleo na «era» da descarbonização*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *A perceção da economia e os seus paradoxos*

18 ECONOMIA PORTUGUESA

20 *Relógio imobiliário Português: a contração não tem hora marcada*

21 *Indústria, um setor com dificuldades em retomar*

23 *Desafios e perspetivas para a dívida pública portuguesa: reflexões sobre a retirada do BCE*

25 *O que se passa no imobiliário comercial em Portugal?*

28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *Crescimento potencial do PIB em Espanha a médio prazo*

33 *Inovação em Espanha: ligeiramente abaixo da UE*

35 *A economia espanhola continua a reduzir a sua dívida externa*

37 *Um ano extraordinário para o sector da restauração em Espanha*

As duas faces da economia espanhola

A economia espanhola tem evoluído de forma surpreendentemente positiva durante vários trimestres e poderá continuar a fazê-lo. Num contexto económico e geopolítico adverso que afetou negativamente muitas economias, o crescimento do PIB espanhol fechou 2023 bem acima das expectativas e superando o da maioria dos países desenvolvidos, e hoje já se situa 2,9% acima do registo de 2019, em linha com o conjunto da zona euro. Um desempenho notável que temos vindo a destacar nas páginas do nosso *Relatório Mensal*.

Apesar dos bons dados, 2024 começou com o augúrio de que o crescimento da economia deveria desacelerar no início do ano, ganhando tração gradualmente, sobretudo durante a segunda metade do ano. O fim das pressões inflacionistas e a esperada redução das taxas de juro deveriam facilitar esta evolução. No entanto, as surpresas positivas continuam. Os indicadores de atividade não mostram sinais de enfraquecimento e o mercado de trabalho também não, muito pelo contrário. No primeiro trimestre de 2024, o número de pessoas inscritas na Segurança Social cresceu 0,7% em termos trimestrais, quase o dobro do crescimento registado na última parte do ano passado. De facto, o ritmo de criação de emprego é idêntico ao registado no 1T de 2023. O PIB cresceu então 0,5% em termos trimestrais; para o 1T de 2024, o cenário de previsão do CaixaBank Research contempla um aumento de 0,3%, pelo que parece que os riscos estão ligeiramente enviesados em alta.

Para além dos dados agregados sobre o crescimento e da leitura dos indicadores de curto prazo, é importante continuar a recordar que a qualidade do crescimento é tão ou mais importante do que a quantidade. Neste domínio, a mensagem é menos positiva. Uma forma simples de ilustrar este facto é olhar para a evolução do PIB *per capita*. Em 2014, quando Espanha começou a recuperar da crise financeira e imobiliária, o PIB *per capita* era 17 p.p. inferior ao da zona euro. Esta diferença diminuiu apenas ligeiramente nos anos seguintes e, em 2020, quando a pandemia eclodiu, a diferença aumentou súbita e acentuadamente para 22 p.p. Desde então, tem vindo a diminuir, mas ainda está muito atrás, 15 p.p. abaixo, para sermos mais precisos.

O crescimento da economia espanhola está a ser acompanhado por um aumento notável da população, o que contribui para o crescimento da atividade a nível agregado. Mas se este crescimento não for acompanhado de um aumento da produtividade, dificilmente o PIB *per capita* espanhol se aproximará do nível europeu. Mais importante ainda, é difícil que a população se aperceba de uma melhoria do bem-estar.

Quando se avalia a capacidade de crescimento da economia espanhola a médio e longo prazo, a mensagem também não é otimista. Um artigo deste relatório analisa um dos fatores-chave, a capacidade de inovação, e constata que a economia espanhola está claramente atrasada em relação aos seus parceiros europeus, e que o fosso apenas diminuiu nos últimos anos. A educação, a dimensão reduzida das empresas e a inovação aparecem como alguns dos principais elementos a melhorar.

Neste contexto, não é surpreendente que se diga que a capacidade de crescimento da economia espanhola poderá perder força nos próximos anos. Este mês, um outro artigo concretiza esta afirmação. Concretamente, estima o chamado crescimento potencial do PIB a médio prazo e situa-o em 1,3%, em consonância com as estimativas de outras instituições de referência. Trata-se de um crescimento mais lento do que o registado nos últimos anos, sendo a taxa média de crescimento entre 2000 e 2023 de 1,7%. No entanto, o crescimento poderá aumentar se forem realizadas reformas em alguns domínios específicos. Se a taxa de desemprego estrutural puder ser reduzida para que se continue a gerar emprego nos próximos anos, e se o investimento, que foi muito fraco durante algum tempo, recuperar, o crescimento poderá manter-se próximo ou mesmo ultrapassar o das últimas décadas. Estas são as duas faces da economia espanhola.

Cronologia

MARÇO 2024

- 13 O BCE ajusta o quadro operacional no âmbito do qual executa a sua política monetária.
- 19 O Banco do Japão aumenta a sua taxa de referência de -0,1% para 0,1%.

JANEIRO 2024

- 11 A NASA confirma que 2023 foi o ano mais quente desde 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.

FEVEREIRO 2024

- 22 Os EUA regressam à Lua depois de mais de 50 anos com a aterragem do Odysseus, o primeiro módulo comercial a tocar a superfície lunar.

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-.

Agenda

ABRIL 2024

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).
Portugal: produção industrial (fevereiro).
- 3 Zona Euro: estimativa rápida do IPC (março).
- 10 Espanha: contas financeiras (4T).
- 11 Conselho do Banco Central Europeu.
- 15 China: PIB (1T).
- 18 Portugal: balança de pagamentos (fevereiro).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
- 25 EUA : PIB (1T).
- 26 Espanha: inquérito à população ativa (1T).
- 29 Espanha: estimativa rápida do IPC (abril).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
- 30 Espanha: estimativa rápida do PIB (1T).
Portugal: estimativa rápida do PIB (1T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (abril).
Zona Euro: PIB (1T).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (abril).
- 30-1 Maio: Comité de Mercado Aberto da Fed.

MAIO 2024

- 3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 8 Espanha: índice de produção industrial (março).
Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 16 Portugal: índice de custos de mão de obra (1T).
- 17 Espanha: *rating* Fitch.
Portugal: *rating* Moody's.
Japão: PIB (1T).
- 20 Espanha: comércio externo (março).
- 24 Espanha: empréstimos, depósitos e rácio NPL (março).
- 29 Portugal: carteira de crédito e depósitos (abril).
- 30 Espanha: estimativa rápida do CPI (maio).
Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
- 31 Espanha: *rating* DBRS.
Portugal: detalhe do PIB (1T).
Portugal: produção industrial (abril).
Zona Euro: estimativa rápida do CPI (maio).

Os bancos centrais tomam medidas

No início de um ano em que todas as atenções se centram na forma como a Fed e o BCE irão implementar a mudança na política monetária e no sentimento de que poderá haver alguma divergência temporária no ponto de partida dos cortes das taxas de juro em ambos os lados do Atlântico, registaram-se nas últimas semanas desenvolvimentos que podem lançar alguma luz sobre o conturbado mundo da política monetária.

Em primeiro lugar, o banco central suíço (SNB) juntou-se a várias autoridades monetárias de países emergentes (Brasil, Chile, Malásia e Hong Kong) e da Europa (Polónia, Hungria e República Checa) ao reduzir surpreendentemente a taxa de juro oficial em 25 p. b. para 1,50%, assim que a inflação atingiu o objetivo (1,2% em fevereiro), aparentemente de forma estável. Para além disso, com esta medida, o banco central suíço conseguiu quebrar a curto prazo a tendência de apreciação da taxa de câmbio, algo importante para uma economia que continua a mostrar um elevado grau de fraqueza e que tem um grau de abertura ao exterior superior a 100% do PIB. Assim, enquanto se aguardam as decisões dos dois principais bancos centrais, já se iniciou a trajetória da viragem da política monetária mundial, que poderá conduzir a um corte de cerca de 100 p. b. nas taxas de juro nos próximos 12 meses.

Neste início do processo de flexibilização monetária, o Banco do Japão (BoJ) produziu um movimento em contraciclo aumentando a taxa de referência de -0,1% para o intervalo de 0%-0,1% (a primeira subida desde 2007), bem como anunciou o fim de outras medidas não convencionais, como o programa de controlo da curva de rendimentos e as compras de ETF. A decisão é apenas um primeiro passo para a normalização da política monetária, uma vez que o aperto das condições financeiras tem sido mínimo e as compras de dívida pública vão continuar. A partir de agora, o importante será acompanhar o comportamento da dívida pública detida pelos investidores japoneses no estrangeiro (mais de um bilião de dólares só em dívida dos EUA), devido aos efeitos que um movimento de regresso ao país poderá ter na curva de taxas de juro dos EUA ou da Europa. A decisão do BoJ, para além do bom desempenho recente da inflação, reflete também o desconforto com a subvalorização do iene (entre 25% e 30% face às principais moedas), que poderá levar a intervenções cambiais se a situação não for invertida a curto prazo.

Com esta decisão, pode considerar-se encerrada a anomalia da fase das taxas de juro negativas. Foi precisamente nesta altura que os bancos centrais implementaram medi-

das não convencionais para combater o risco de «japonização», caracterizado por: uma redução significativa do crescimento potencial, uma queda da taxa de juro natural para níveis próximos de zero, uma descida continuada dos preços e o esgotamento da eficácia dos instrumentos tradicionais de política monetária. A realidade é que é demasiado cedo para certificar que a economia japonesa deixou definitivamente para trás um comportamento que reflete fatores estruturais difíceis de inverter a curto prazo (demografia, etc.). Da mesma forma, os bancos centrais de todo o mundo continuarão a ter na sua «caixa de ferramentas» os instrumentos não convencionais que tiveram de conceber e utilizar ao longo da última década. Neste contexto, o BCE anunciou uma atualização dos instrumentos e procedimentos à sua disposição para implementar a sua estratégia de política monetária. No novo quadro operacional, a taxa *depo* passará formalmente a ser a principal referência, a liquidez será determinada pela procura do sistema financeiro, será mantida uma carteira estrutural de obrigações, não haverá alterações nas reservas mínimas e, a partir de setembro, o diferencial entre a taxa de refinanciamento e a taxa *depo* será reduzido até 15 p. b. Com tudo isto e com os novos instrumentos criados (TPI), o BCE disporá dos instrumentos adequados para poder responder com flexibilidade ao desafio do duplo objetivo (estabilidade monetária e financeira) nas águas turbulentas em que a política monetária continuará a evoluir a médio prazo.

Para já, o desafio deste ano será gerir a evolução para uma zona de política monetária mais neutra, limitando os desalinhamentos cambiais importantes, caso se confirmem as divergências no processo de ajustamento dos dois lados do Atlântico. No caso do dólar/euro, os níveis atuais não estão muito afastados da taxa de câmbio de equilíbrio, o que permitirá alguma margem de manobra. Tudo isto tendo em conta o risco geopolítico e os seus efeitos potenciais sobre os preços da energia, o fator que pode realmente alterar o plano. E, infelizmente, as últimas notícias neste domínio não são positivas, como se reflete no comportamento dos preços do petróleo e de alguns ativos de refúgio tradicionais, como o ouro.

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	4,50	3,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,85
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,40	3,00
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,40	2,80
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,50	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,50	2,75
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,30
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,83	2,33
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,74	2,36
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,76	2,40
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,78	2,45
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,32	2,42
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,46	2,57
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	3,00
Prémio de risco	11	158	73	105	98	90	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,54	2,66
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,61	2,75
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	3,00
Prémio de risco	19	297	65	97	63	80	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	160,00	156,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	78,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,2	63,9

Previsões

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

Economia internacional

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

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	1,6	1,0	1,7
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,2	1,9	1,1
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,4	3,3	5,1
Bens de equipamento	3,2	2,0	15,3	5,5	4,1	-	-
Construção	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-0,3	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	1,4	1,7	2,2
Exportação de bens e serviços	5,3	2,2	12,3	17,4	4,2	2,6	5,2
Importação de bens e serviços	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	2,9	5,1
Produto interno bruto	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,2	2,2	2,0	1,1	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,5	6,7	6,5
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,4	1,4	1,2	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,4	2,7	2,5	2,7
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	1,2	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	1,8	2,3	2,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,3	3,4	-0,2	3,8	2,7	1,6
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,0	2,8	2,4	0,8	0,6	3,1
Bens de equipamento	4,9	-0,8	4,4	1,9	-1,6	0,2	3,8
Construção	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	0,2	2,8
Procura interna (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportação de bens e serviços	4,7	1,1	13,5	15,2	2,3	0,1	2,1
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	1,1	2,3
Produto interno bruto	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,9	7,1	3,7	3,2	2,4	1,8
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	3,0	2,5
Custos de trabalho unitários	3,0	1,2	1,0	0,9	5,9	4,4	2,5
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,2	0,8	0,6	2,6	2,3	2,5
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,9	1,5	1,5	3,3	3,5
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,8	-4,7	-3,6	-3,4	-2,9

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

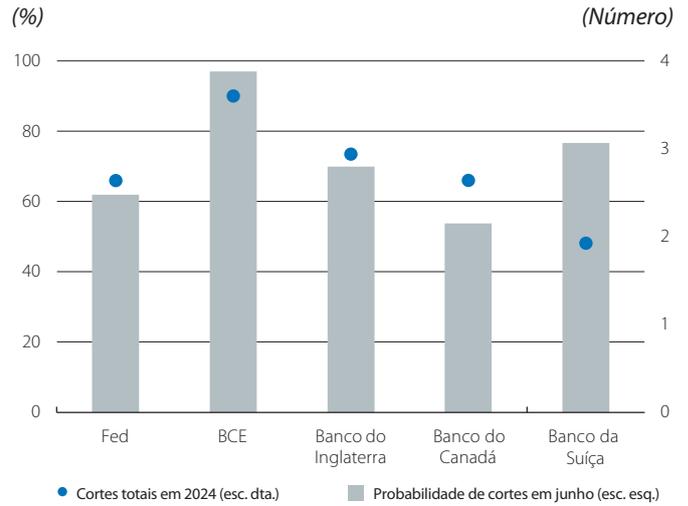
Previsões

Os mercados estão de olhos postos no verão

Continuidade na narrativa dos mercados financeiros. O adiamento das expectativas de descida das taxas de juro, que teve início em fevereiro, estendeu-se a março, com os investidores a consolidarem a ideia de que os bancos centrais não têm tanta pressa em aliviar as condições financeiras tão cedo. O grande diferencial deste mês foi que, em março, os mercados mostraram uma maior capacidade de discriminação entre regiões em função da diferença de ritmo de abrandamento da desinflação, bem como da divergência de dinamismo económico entre as principais economias desenvolvidas. No que respeita à Zona Euro, onde a evolução da inflação tem sido mais favorável e a atividade permanece mais moderada, os investidores aumentaram a sua confiança na expectativa de que o primeiro corte de 25 pontos base ocorra em junho e de que o BCE proceda a um total de três ou quatro cortes este ano. Por outro lado, para os EUA, onde a inflação está a revelar-se mais persistente e a atividade mais dinâmica, os mercados tornaram-se mais céticos e transferiram gradualmente o primeiro corte de junho para julho, reduzindo a expectativa de quatro cortes no conjunto de 2024 para apenas três. A continuidade da narrativa deixou um mês de março com poucas alterações nas *yields* dos EUA, que já tinham recuperado acentuadamente no mês passado, e com descidas modestas na curva alemã, à medida que as expectativas de uma descida em junho se instalavam. Simultaneamente, os ativos de risco não foram afetados pela subida das taxas e consolidaram mais um mês de ganhos.

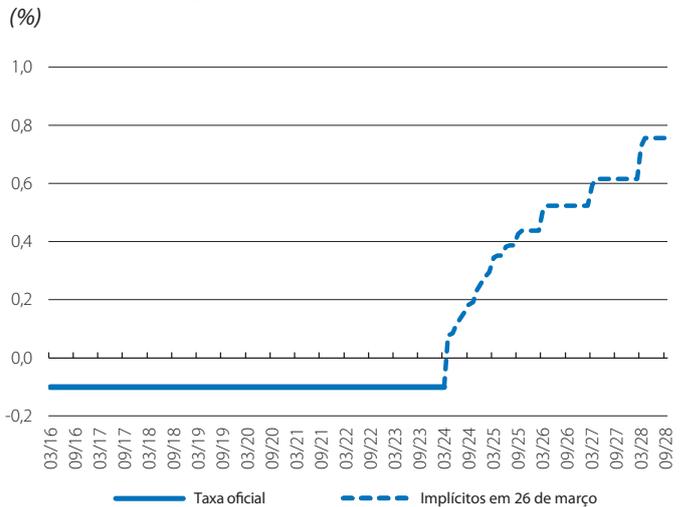
Ponto de viragem para a flexibilização da política monetária. Na sequência das reuniões dos principais bancos centrais, reforçou-se a expectativa de que o ciclo monetário mundial dará uma nova volta em 2024. A prova mais evidente disso foi o facto de o Banco Suíço ter sido o primeiro entre as economias do G10 a reduzir as taxas de juro, no seu caso em 25 pontos base, de 1,75% para 1,50%. Os outros bancos centrais das principais economias desenvolvidas também o fizeram, de forma mais indireta, que, embora não tenham anunciado alterações nas suas taxas de referência, orquestraram as suas mensagens num tom claramente mais *dovish*. No caso do Banco de Inglaterra, que manteve as taxas em 5,25%, o facto de esta ter sido a primeira reunião em que nenhum dos nove membros votou a favor de um novo aumento foi considerado um sinal de uma mudança para uma posição mais acomodatória. Por seu lado, o BCE (que deixou a taxa *depo* em 4,00% e a taxa *refi* em 4,50%), apesar de reforçar a prudência e a dependência dos dados antes de tomar decisões, a mensagem foi articulada em torno de junho como um mês-chave para considerar a descida. Do outro lado do Atlântico, a Fed, que também manteve as taxas no intervalo 5,25%-5,50%, mostrou-se confiante com a boa evolução da inflação e com o seu *dot plot*, foi explícita ao antecipar três reduções de taxas em 2024, a partir de junho. Houve também um ponto de viragem com o Banco do Japão (BoJ), que pôs fim ao regime de taxas de juro negativas ao anunciar uma subida da taxa de referência de curto prazo de -0,1% para o intervalo 0,0%-0,1%, bem como ao anunciar a cessação dos programas não convencionais de política monetária, incluindo a compra de ETFs e REITs japoneses, e do controlo da curva de taxas de juro. Muito embora haja um longo caminho a

Expetativas para a política monetária



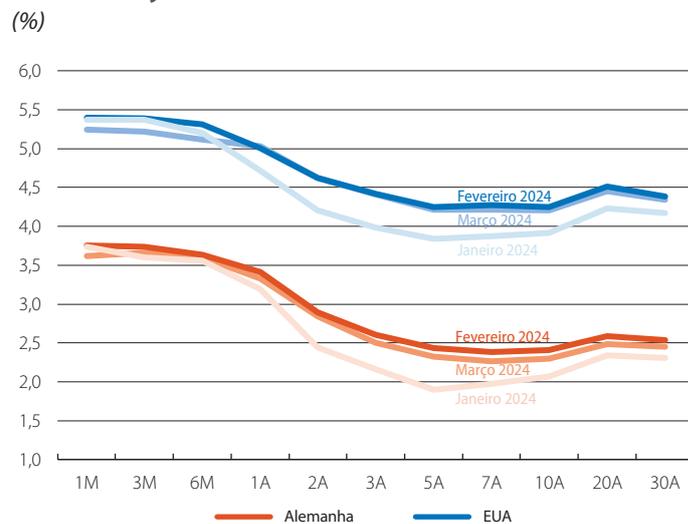
Nota: Forwards sobre as curvas OIS em 01/04/2024.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Japão: taxa de juro oficial



Nota: As linhas tracejadas correspondem aos implícitos de mercado na curva de forward OIS.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Curvas de yields soberanas



Nota: Curvas no final de cada mês.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

percorrer para alcançar outros bancos centrais e o BoJ tenha assinalado a sua vontade de atuar com muita cautela para mitigar os riscos colocados por uma retirada dos estímulos, as medidas tomadas marcaram um ponto de viragem no sentido de um regresso a uma política monetária mais convencional.

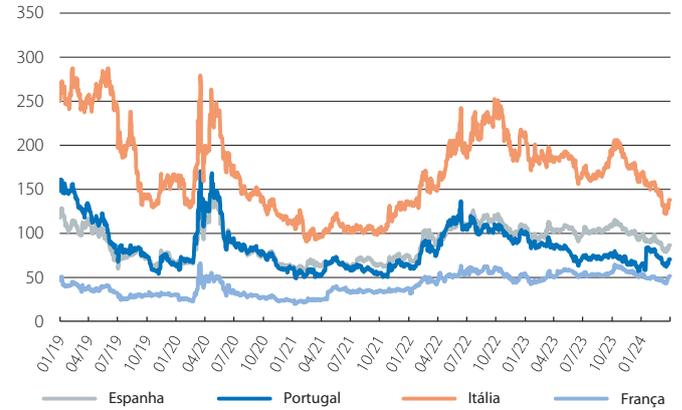
Os rendimentos soberanos mantêm-se elevados. Os mercados obrigacionistas enfrentaram em março uma situação semelhante à do mês passado, sem grandes alterações nas mensagens de dependência de dados do BCE, sem alterações substanciais no *dot plot* da Fed e com uma maior confiança de que o verão será a altura para os primeiros cortes nas taxas. As taxas de juro soberanas, depois de terem passado o mês à procura de uma direção clara, terminaram praticamente nos mesmos níveis que no final de fevereiro. Em contrapartida, as curvas soberanas das economias periféricas voltaram a captar o apetite pelo risco dos investidores e reduziram moderadamente os seus prémios de risco, com a Espanha a beneficiar da revisão da perspetiva da agência de *rating* Moody's de «estável» para «positiva». O mesmo não aconteceu com os prémios de risco franceses e italianos, que registaram uma ligeira recuperação (+11 p.b. em Itália e +6 p.b. em França) a partir de meados de março, depois de se saber que os seus défices em 2023 excediam os objetivos fixados pelos governos.

As ações continuam a atingir máximos históricos. As principais bolsas capitalizaram o tom *dovish* dos bancos centrais e, aparentemente alheios às elevadas taxas de juro, aos riscos geopolíticos e até às vulnerabilidades do imobiliário comercial, prolongaram mais um mês de ganhos. Até o S&P 500 nos EUA e o Eurostoxx 600 na Europa fecharam o mês de março em novos máximos históricos. Na Zona Euro, a bolsa espanhola destacou-se, com o IBEX 35 a valorizar quase 11%, impulsionado pelo sector financeiro, depois de a Moody's ter melhorado o *rating* de 15 bancos nacionais, após ter melhorado as perspetivas para Espanha. No continente asiático, as ações japonesas também atingiram um máximo histórico, apesar da subida das taxas do banco central, aproveitando a mensagem de cautela do BoJ ao sair das condições ultraacomodatícias, e as ações chinesas registaram ganhos modestos, à medida que os fluxos começam a regressar ao país, num esforço do governo para apoiar os mercados locais.

O iene fraco destaca-se entre as principais moedas. Na sequência do anúncio do BoJ, o iene, que já estava a enfraquecer, desvalorizou-se até mais 1% face ao euro e ao dólar, dado que os investidores interpretaram as mensagens do BoJ como sendo ainda muito *dovish*. Em resposta, as autoridades monetárias do Japão afirmaram estar preparadas para tomar as medidas necessárias, uma vez que não consideram que os movimentos se devam a fatores fundamentais. O dólar, entretanto, continuou a manter-se forte face às principais moedas, apoiado pelas expectativas de que a Reserva Federal poderá demorar mais tempo a reduzir as taxas. Tem vindo a ser notável a força do dólar face a outras moedas de economias emergentes, que acumulam uma depreciação de até 3% face ao dólar já no decurso deste ano.

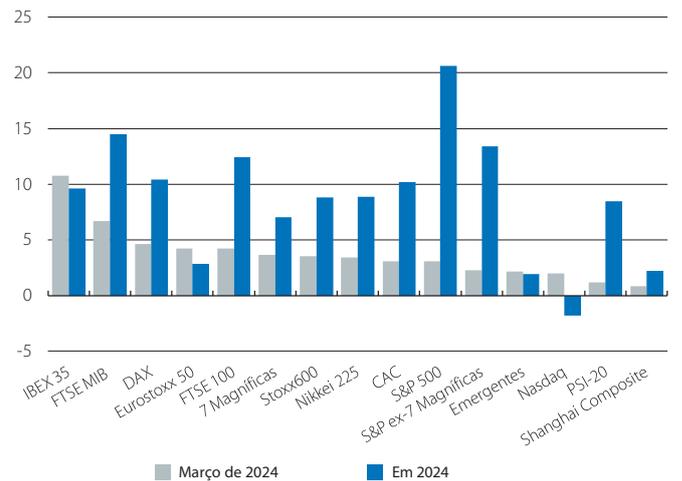
Risco geopolítico impulsiona as matérias-primas. As tensões geopolíticas, tanto no Médio Oriente, com novos ataques a Gaza e a algumas embaixadas, como na Ucrânia e na Rússia, com novos bombardeamentos a refinarias de petróleo, impulsionaram os preços do petróleo (o petróleo Brent atingiu perto de 90 dólares/barril) e do ouro como ativo de refúgio, que atingiu um novo máximo de perto de 2.200 dólares/onça.

Zona Euro: evolução dos prémios de risco nas economias periféricas
(p. b.)



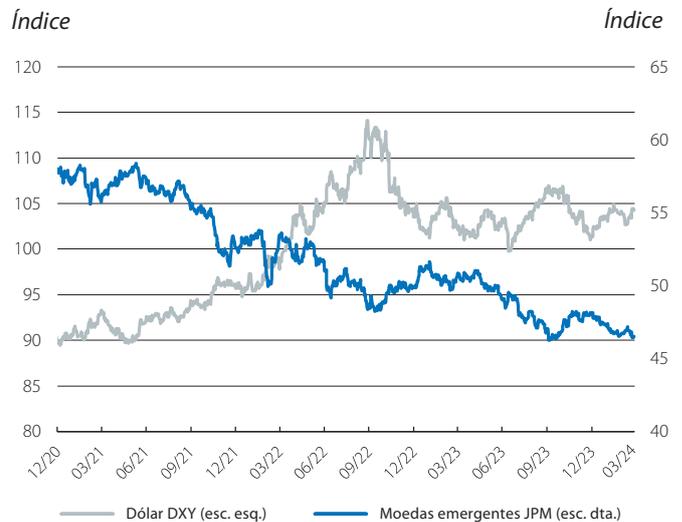
Nota: A partir de 16/01/24, o aumento do prémio português deve-se a uma alteração da obrigação de referência.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Desempenho dos principais índices bolsistas
(%)



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

Moedas



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

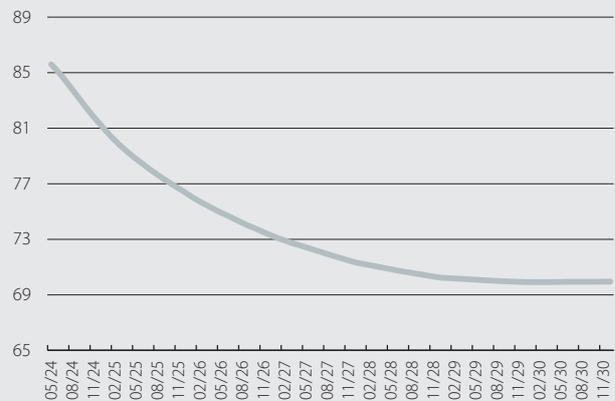
O petróleo na «era» da descarbonização

Ao longo dos últimos quatro anos, os mercados da energia estiveram sob forte tensão, o que resultou num dos episódios mais voláteis das últimas décadas.¹ Parte do legado dos acontecimentos deste período é a aceleração dos compromissos políticos e sociais para descarbonizar o sistema energético. Após o primeiro grande pacto entre países desenvolvidos e emergentes, assinado em Paris² em 2015, realizaram-se uma série de reuniões e acordos globais em que foram estabelecidas várias metas para reduzir a utilização de fontes de energia fóssil e as consequentes emissões de CO₂, tendo sido promovida a transição para energias mais limpas e amigas do ambiente. O desafio apresenta vários objetivos calendarizados, principalmente para 2030 e 2050, mas não é isento de dificuldades dada a complexidade do atual cenário energético em que, apesar dos esforços já realizados, em 2022 o petróleo e o gás natural representavam quase 60% do total da energia primária consumida no mundo.

Haverá um futuro para o petróleo?

Relativamente ao petróleo, para estabelecer uma banda de preços a longo prazo para o petróleo bruto Brent, e tendo em conta a incerteza que prevalece na atual con-

Brent: curva de preços futuros
(Dólares por barril)



Nota: Preços a 25/03/2024.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

juntura energética, a tarefa é complexa. A Agência Internacional da Energia (AIE) procede a uma análise até 2050 no seu último *World Energy Outlook*.³ Através do desenvolvimento de três cenários⁴, avalia os possíveis futuros associados à transição energética e chega a várias conclusões.

Procura e oferta de petróleo

(Milhões de barris/dia)

	2010	2022	STEPS		APS		NZE	
			2030	2050	2030	2050	2030	2050
Transporte rodoviário	36,5	41,3	41,1	35,5	37,6	15,9	29,1	1,6
Aviação e transporte marítimo	9,9	10,6	13,5	17,2	12,5	9	10,5	2,1
Indústria	17,2	20,6	23,3	25,5	21,4	17,8	20,3	14,3
Construção	12,4	11,4	9,5	6,7	8,6	4,1	6,1	0,5
Outros sectores	11,1	12,6	14	12,5	12,4	7,9	11,4	5,7
Procura mundial de petróleo	87,1	96,5	101,5	97,4	92,5	54,8	77,5	24,3
Crude convencional	67,4	62,8	61,3	58,2	54,9	29,8	48	15,8
Tight oil	0,7	8,3	11,1	10,2	10,3	6,9	7,6	1,8
Gás natural	12,7	19	21,2	19,4	20,1	13,6	16,2	4,4
Crude pesado e betume	2	3,7	4,4	5,5	3,9	2,5	3	1,5
Outra produção	0,5	0,9	1	1,2	0,9	0,3	0,3	0
Produção mundial de petróleo	85,3	97,1	101,5	97,4	90,2	53,1	75,1	23,5
OPEP (quota; %)	40	36	35	43	35	45	37	53
Aprovisionamento mundial de petróleo	85,3	97,1	101,5	97,4	92,5	54,8	77,5	24,3
Preço do barril de crude (\$/barril)	103	98	82	80	74	60	42	25

Notas: Todas as variáveis referem-se a milhões de barris por dia, salvo indicação em contrário. STEPS (Stated Policies Scenario), cenário das políticas já adotadas; APS (Announced Pledged Scenario), cenário de promessas anunciadas; NZE (Net Zero Emissions Scenario), cenário de emissões líquidas nulas e estabilização da temperatura média global em 1,5 °C.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Agência Internacional de Energia.

1. Em 2020, a pandemia, que afetou significativamente a procura mundial de energia, as sanções contra as exportações de energia da Rússia desde 2022 e, desde o outono passado, o conflito armado em Gaza e a crise no Mar Vermelho, que até agora não prejudicaram o aprovisionamento de petróleo do Médio Oriente, mas aumentaram os riscos de um eventual contágio entre países vizinhos.
2. Acordo de Paris (dezembro de 2015).
3. IEA, World Energy Outlook 2023 (outubro de 2023).

Prevê, por um lado, que a procura de petróleo se mantenha dinâmica nos próximos anos, impulsionada pelos aumentos contínuos da produção petroquímica e das viagens aéreas, mas que atinja o seu pico antes de 2030 (estima que a procura mundial seja de 105,7 milhões de barris por dia em 2028). Espera-se que fatores como o aumento das vendas de veículos elétricos (em 2023 tinham uma quota de mercado de cerca de 20%) e, mais importante ainda, o abrandamento da taxa de crescimento da China⁵ contrabalancem esta procura de crude durante o período analisado. De notar que nos cenários de descarbonização mais exigentes (APS e NZE), a redução da procura seria acentuada no longo prazo, face à estabilidade que se observaria no cenário mais favorável à descarbonização.

Em contrapartida, se é verdade que estes cenários se centram na análise da evolução da procura, em termos de oferta de petróleo consideram que a produção dos países não-OPEP crescerá mais do que a da OPEP e aliados até 2030, embora em 2050 se verifique uma repartição de cerca de 50% entre os dois blocos. Além disso, nos dois primeiros cenários, partindo do pressuposto de que a produção se ajusta à procura, sugere que seriam necessários novos investimentos no sector, centrados na redução do impacto ambiental dos processos de produção, para evitar a redução da eficácia dos programas de transição energética.

Atendendo a que, tal como prevê a AIE, as políticas já adotadas pelos governos não serão suficientes para atingir os objetivos de descarbonização para 2030, e dado que cerca de 90% das emissões globais estão sujeitas a compromissos de emissões nulas, é muito provável que se registem novos progressos em matéria de políticas ambientais que aproximem a realidade dos dois primeiros cenários. A AIE estima, neste caso, que o intervalo de preços do barril de Brent se situaria entre 74 e 82 dólares em 2030, um intervalo superior ao que, no momento da redação deste artigo, seria atribuído pela curva de futuros do Brent (70 dólares por barril em 2030).

Outras implicações

O petróleo continuará a ser uma das principais fontes de energia nas próximas duas décadas, embora o empenho dos países na substituição dos combustíveis fósseis venha a reduzir o seu consumo. Neste processo, o mercado petrolífero será transformado num mercado mais coerente com os objetivos climáticos. No entanto, ao mesmo tempo, esta transformação representa a ameaça de um

ajustamento desordenado para as economias mais dependentes da produção petrolífera, que terão de enfrentar o desafio de continuar a obter rentabilidade da atividade petrolífera, procurando simultaneamente alternativas de crescimento ao sector petrolífero. Neste domínio, de acordo com o FMI,⁶ os riscos são duplos. Com efeito, por um lado, o valor das reservas petrolíferas destes países e os investimentos que elas atraem sofreriam uma redução substancial que poderia provocar graves problemas económicos, incluindo falências e crises nas regiões atualmente mais dependentes do sector petrolífero. Inversamente, os países com custos de extração mais baixos podem adiar o ritmo de adoção de estratégias mais competitivas até terem realizado progressos significativos na reforma das suas economias. Esta situação agravaria as fragilidades dos países com elevados défices orçamentais e teria um impacto negativo nas rubricas ligadas ao financiamento das receitas petrolíferas, como os cuidados de saúde e o emprego público.

4. Os três cenários são: *Stated Policies Scenario* (STEPS), cenário das políticas já adotadas; *Announced Pledged Scenario* (APS) e *Net Zero Emissions Scenario* (NZE), que estabelece um roteiro para alcançar emissões líquidas zero até 2050 e estabilizar o aumento da temperatura média global em 1,5 °C.

5. Em conformidade com a AIE, na última década, a China foi responsável por 50% do crescimento da procura mundial de energia e por 85% do aumento das emissões de CO₂.

6. FMI, *The Future of Oil* – IMF F&D (2021).

Taxas de juro (%)

	31-março	29-fevereiro	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	100,0
Euribor 3 meses	3,89	3,94	-4	-1,7	83,9
Euribor 12 meses	3,67	3,75	-8	15,6	1,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,34	3,43	-9	8,1	30,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,85	2,90	-5	44,5	17,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,30	2,41	-11	27,4	4,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,16	3,29	-13	16,9	-11,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,01	3,12	-12	35,1	-7,1
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	50,0
SOFR 3 meses	5,30	5,33	-4	-3,3	37,8
Dívida pública a 1 ano	5,02	5,00	3	26,2	46,9
Dívida pública a 2 anos	4,62	4,62	0	37,0	65,7
Dívida pública a 10 anos	4,20	4,25	-5	32,1	78,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	29-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	54	55	-1	-4,4	-31,0
Itraxx Financeiro Sénior	63	64	-1	-3,7	-35,6
Itraxx Financeiro Subordinado	114	117	-3	-8,5	-68,9

Taxas de câmbio

	31-março	29-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,079	1,081	-0,1	-2,3	-1,0
EUR/JPY (ienes por euro)	163,300	162,060	0,8	4,9	13,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,855	0,856	-0,1	-1,4	-2,6
USD/JPY (ienes por dólar)	151,350	149,980	0,9	7,3	14,3

Matérias-primas

	31-março	29-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	536,4	524,4	2,3	5,1	-2,4
Brent (\$/barril)	87,5	83,6	4,6	13,6	3,0
Ouro (\$/onça)	2.229,9	2.044,3	9,1	8,1	12,4

Rendimento variável

	31-março	29-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.254,4	5.096,3	3,1	10,2	27,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.083,4	4.877,8	4,2	12,4	17,9
Ibex 35 (Espanha)	11.074,6	10.001,3	10,7	9,6	20,9
PSI 20 (Portugal)	6.280,5	6.158,0	2,0	-1,8	3,3
Nikkei 225 (Japão)	40.369,4	39.166,2	3,1	20,6	43,2
MSCI emergentes	1.043,2	1.020,9	2,2	1,9	5,5

A economia internacional aguarda a descida das taxas de juro

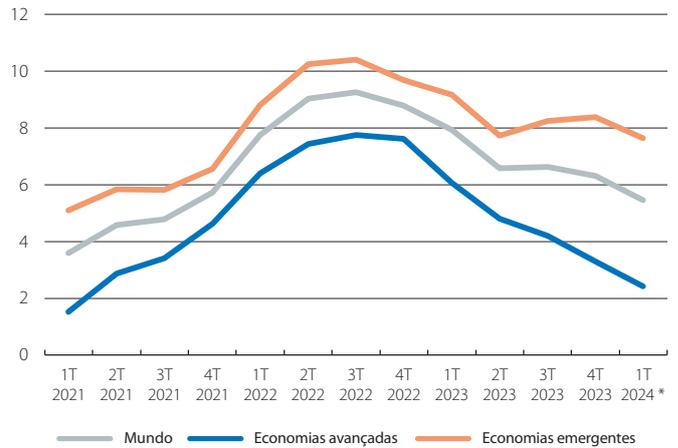
Perspetivas cautelosamente otimistas... O crescimento económico mundial moderou-se nos últimos trimestres, devido à transmissão da contração monetária, às dificuldades da China e a um ambiente de riscos e incertezas elevados. Ainda assim, estima-se que o PIB mundial tenha conseguido manter um crescimento ligeiramente superior a 3% e próximo da média da última década, graças, em parte, à resiliência dos mercados de trabalho e à utilização de reservas de poupança acumuladas durante a pandemia, embora com dinâmicas díspares entre as principais regiões. Em 2024, os ventos serão menos favoráveis (por exemplo, nos EUA o excesso de poupança pós-pandemia está praticamente esgotado, enquanto a persistência da poupança na Europa esconde uma mudança de composição e uma redução acentuada do excesso de poupança em ativos líquidos). Mas há também sinais positivos, como a retoma do crescimento do comércio mundial de bens nos últimos meses e, sobretudo, a queda sustentada da inflação, que já levou à descida das taxas de juro em algumas economias emergentes (como o Brasil) e nos leva a esperar uma flexibilização mais generalizada da política monetária entre a primavera e o verão (ver Mercados financeiros), duas dinâmicas que deverão suportar uma retoma do crescimento económico ao longo de 2024.

... mas com um mapa de risco exigente. Os fatores negativos continuam a dominar o equilíbrio dos riscos em torno da atividade económica mundial, nomeadamente devido à combinação de tensões geopolíticas e potenciais perturbações da oferta, mas também do lado da procura (onde se destacam os riscos de uma nova transmissão da restritividade monetária em 2022-2023, bem como a incerteza quanto ao grau de inércia das pressões inflacionistas mais sensíveis a fatores internos). Em março, no entanto, duas manifestações específicas destas fontes de risco global abrandaram, com um abrandamento sustentado dos custos do transporte de mercadorias (que sofreram uma pressão acentuada na viragem do ano devido às tensões no Mar Vermelho) e a contenção da turbulência financeira em torno de vulnerabilidades como as do New York Community Bancorp, que sofre com as dificuldades do sector imobiliário comercial num ambiente de taxas de juro apertadas.

A solidez dos EUA destaca-se entre as economias avançadas. A atividade económica dos EUA completou um início de ano sólido, com uma recuperação do ISM da indústria transformadora para 50,3 em março (na zona de expansão pela primeira vez desde o final de 2022) e um ISM dos serviços em território de expansão sustentada (51,4) e que, no conjunto do primeiro trimestre, acelerou em relação ao final de 2023. Adicionalmente, a atividade continuou a ser apoiada por um mercado de trabalho robusto, com a taxa de desemprego a situar-se num nível baixo de 3,8% e 303.000 postos de trabalho líquidos criados em março. Globalmente, os dados apontam para um crescimento do PIB dos EUA de 0,5%-0,6% em termos trimestrais no primeiro trimestre de 2024, um valor dinâmico que coexiste com uma redução gradual das pressões inflacionistas: o índice de preços no consumidor (PCE), que é a referência da Reserva Federal, indica que a inflação foi de 2,5% (global) e 2,8% (subjacente)

Global: inflação

Variação homóloga do IPC (%)

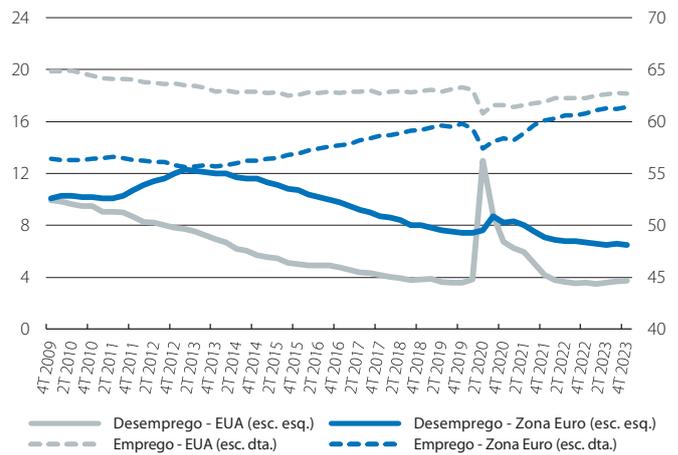


Nota: * Para o 1.º trimestre de 2024, estimativa utilizando dados até fevereiro de 2024.
Fonte: CaixaBank Research.

Taxas de emprego e desemprego

(% da população ativa)

(% de população)



Nota: População com 16 anos ou mais.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.

EUA: PIB 4T 2023 e projeções 1T 2024

Variação em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BEA, do New York Fed e do Atlanta Fed.

em fevereiro. Este vigor dos EUA contrapõe-se à fraqueza das outras grandes economias avançadas. Especificamente, o Reino Unido entrou numa recessão técnica no final de 2023, com uma contração do PIB de 0,3% em termos trimestrais no quarto trimestre, e o monitor mensal do instituto de estatística britânico aponta para um recuo de 0,1% em janeiro de 2024. O Japão, por outro lado, também tinha entrado numa recessão técnica no quarto trimestre, mas saiu dela com uma segunda estimativa do PIB que foi revista para +0,1% em termos trimestrais.

A Zona Euro ainda não conseguiu ultrapassar a sua lentidão na atividade. Há cinco trimestres que o PIB da Zona Euro está a subir e a descer no intervalo de $\pm 0,1\%$ em termos trimestrais (desde o 4.º trimestre de 2022), e o conjunto de indicadores para o 1.º trimestre de 2024 sugere que a dinâmica continua no início do ano (o consenso dos analistas espera +0,1%). Não obstante, há alguns sinais de uma futura recuperação da atividade, como a recuperação do PMI dos serviços para 50,2 em fevereiro e 51,5 em março (em expansão pela primeira vez desde julho de 2023) e um PMI da indústria transformadora ligeiramente menos negativo (acima de 46 em todo o primeiro trimestre de 2024, um nível contracionista mas, ao mesmo tempo, o melhor valor desde março de 2023), tudo graças a um impulso mais forte dos países periféricos e a alguma melhoria em França, enquanto a atividade da Alemanha permanece frágil. Além disso, embora alguns indicadores do mercado de trabalho mostrem sinais de moderação (por exemplo, o índice de expectativas de emprego da Comissão Europeia, que se situou em 102,6 em março vs. 105,2, em média, em 2023), o desemprego mantém-se estável e em níveis baixos (6,5% em fevereiro), enquanto o emprego se encontra em máximos históricos, o que, associado a um crescimento salarial próximo de 4% (indicador Indeed, com de 3,9% em fevereiro, salários negociados de 4,5% no 4.º trimestre de 2023), facilita a recuperação do poder de compra e, consequentemente, da procura nos próximos trimestres. Além disso, a inflação global caiu para 2,4% em março e a inflação subjacente para 2,9% (abaixo de 3% pela primeira vez desde fevereiro de 2022), duas dinâmicas que abrem a porta a um primeiro corte das taxas do BCE nos próximos meses.

O crescimento da Índia lidera os BRICS, com a China a descer no pelotão. A divergência de dinâmicas que caracteriza o grupo das economias avançadas verifica-se igualmente nas principais economias do mundo emergente, onde os dois líderes do crescimento contrastam: Índia e China. O PIB da Índia terminou o ano de 2023 com uma aceleração para 8,4% em termos homólogos no quarto trimestre, claramente acima das expectativas e estimulando uma melhoria das perspetivas de crescimento para 2024 segundo o consenso dos analistas. Os últimos indicadores mostram, na China, uma atividade económica mais dinâmica do que no final de 2023, graças à indústria e ao arrastamento das exportações e do investimento (entre janeiro e fevereiro, a produção industrial aumentou 7,0% em termos homólogos e o investimento em capital fixo 4,2%). No entanto, o consumo interno chinês continua a ser algo lento (as vendas a retalho abrandaram para um crescimento homólogo de 5,5% em janeiro-fevereiro, após 7,4% em dezembro) e a crise no sector imobiliário parece dever continuar, com o consenso dos analistas a prever um crescimento do PIB para 2024 inferior ao de 2023 e também um pouco inferior ao objetivo de 5% anunciado pelas autoridades.

Zona Euro: PMI

Índice



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

BRICS: * PIB

Varição homóloga (%)

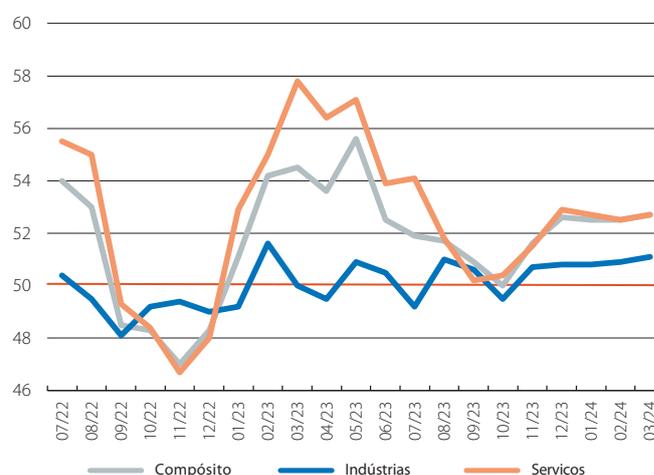


Notas: * O BRICS inclui o Brasil, a Rússia, a Índia, a China, a África do Sul, o Egito, a Etiópia, o Irão, a Arábia Saudita e os Emirados Árabes Unidos. ** Previsão do consenso da Bloomberg para o 1º trimestre de 2024.

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

China: PMI

Índice



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

A percepção da economia e os seus paradoxos

A realidade e a percepção são inseparáveis, mas nem sempre se conciliam. Nem na economia. Sabemos, por exemplo, que as pessoas classificam sistematicamente as suas perspetivas individuais de forma mais positiva do que as da economia em geral. Este facto é ilustrado no primeiro gráfico.

Este desfasamento de percepções sofreu uma nova viragem nos últimos anos. A forte relação histórica entre o sentimento económico dos consumidores e as principais variáveis que descrevem o estado da economia parece ter-se quebrado, uma quebra que tem sido documentada especialmente nos EUA.¹ Como mostra o segundo gráfico, entre 1980 e 2019, algumas variáveis económicas (inflação, desemprego, salários, índices do mercado bolsista, etc.) conseguiram prever com precisão o sentimento das famílias americanas. Mas, desde a eclosão da pandemia de COVID-19, as famílias estão muito mais pessimistas do que seria de esperar, tendo em conta o estado da economia dos EUA, um pessimismo que é estatisticamente excessivo, mesmo tendo em conta a inflação (um dos indicadores utilizados para prever o sentimento) e, sobretudo, tendo em conta o baixo desemprego, o crescimento robusto do PIB e os mercados bolsistas em máximos históricos.

A discrepância entre a economia e o sentimento parece ser uma seqüela persistente da pandemia, muito marcante mesmo quando a economia já normalizou há muito tempo. O segundo gráfico mostra um desfasamento significativo (por exemplo, nos últimos três meses, o sentimento das famílias é 25% mais baixo do que o estado da economia sugeriria) e, como veremos adiante, sem uma explicação definitiva.² Em primeiro lugar, tal desfasamento continua a ser significativo quando olhamos para medidas alternativas de sentimento, como a confiança dos consumidores do Conference Board (com um hiato de 15%, apesar de ser um indicador que não caiu tanto após a pandemia e que, em princípio, dá maior peso ao desempenho do mercado de trabalho) ou mesmo se distinguirmos entre percepções da situação financeira pessoal e da situação económica geral (ambas têm hiatos semelhantes).

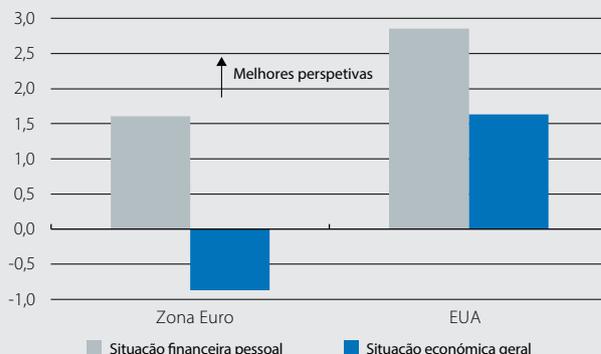
Uma segunda possibilidade é que a sensibilidade das

1. Ver «The pandemic has broken a closely followed survey of sentiment», *The Economist* (7 de setembro de 2023) e Bolhuis, *et al.* (2024). «The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly», National Bureau of Economic Research.

2. O desfasamento não é um artifício estatístico. O modelo estatístico é estimado com dados entre 1980 e 2019, pelo que é natural que se verifique um bom ajustamento durante esse período. Contudo, se estimarmos a relação entre o sentimento e os indicadores económicos apenas para o período 1980-1990 e depois projetarmos o sentimento previsto «pela economia», continua a haver um ajustamento muito preciso até 2019.

Expetativas dos agregados familiares: 1985-2023

Índice*



Notas: Média de dois subíndices relativos às «Expetativas para os próximos 12 meses» durante o período 1985-2023 do indicador de sentimento da Universidade de Michigan (EUA) e da confiança dos consumidores da Comissão Europeia (Zona Euro). Unidades estandarizadas de acordo com os respetivos índices de sentimento agregados.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Universidade de Michigan e da Comissão Europeia.

EUA: sentimento económico dos consumidores

Índice



Notas: O índice observado é o «Índice de Sentimento do Consumidor» da Universidade de Michigan, baseado em inquéritos. O índice previsto é estimado utilizando variáveis económicas (inflação, desemprego, taxa de câmbio, mercado de ações, salários e preços da gasolina) com dados até dezembro de 2019.

Fonte: BPI Research, com base em estimativas próprias e dados da Universidade de Michigan e FRED.

famílias aos indicadores económicos tenha mudado. Pode acontecer, por exemplo, que, quando as taxas de juro e a inflação se encontram em níveis elevados, sejam mais relevantes para o sentimento das famílias. Com efeito, Larry Summers e co-autores³ mostram que a inclusão das taxas de juro na análise ajuda a atenuar o desfasamento.⁴ Além disso, se estimarmos separadamente a relação entre o sentimento e a economia ao longo dos períodos 1980-2019 e 2020-2023, encontramos provas de uma mudança de sensibilidade por parte das famílias: após a pandemia, um bom desempenho do mercado de trabalho e da bolsa

3. Ver Bolhuis *et al.* (2024), na nota de rodapé 1.

4. Mas não o elimina. Na realidade, o desfasamento continua a ser significativo (e a capacidade das taxas para a reduzir depende do modelo estatístico utilizado).

de valores parece ter um impacto menos positivo no sentimento das famílias; também a mesma taxa de inflação parece ter um impacto mais negativo em 2020-2023 (embora, neste caso, as diferenças de sensibilidade entre os períodos sejam bastante pequenas).

Uma terceira explicação para o pessimismo estatisticamente excessivo das famílias pode ser encontrada nos enviesamentos cognitivos. Os inquéritos revelam, por um lado, que os cidadãos dão respostas muito distorcidas quando questionados sobre o valor de indicadores como a taxa de desemprego ou a inflação. Um pessimismo excessivo poderia, portanto, refletir uma deterioração destes preconceitos: pensamos que a inflação ou o desemprego são mais elevados do que realmente são, o que leva a uma pior visão da economia.⁵ Do mesmo modo, os enviesamentos na cobertura mediática dos assuntos correntes têm sido amplamente documentados, com evidências de que as notícias negativas não só recebem mais cobertura, como também têm uma taxa de consumo mais elevada.⁶

Por último, outra explicação poderia ser simplesmente que a intensidade da turbulência económica dos últimos anos foi tal que as famílias precisam de mais tempo do que o habitual para a digerir e que a normalização da economia acaba por se refletir numa melhoria do sentimento.

E a Europa?

Na Europa, um pequeno conjunto de indicadores económicos, semelhante ao caso dos Estados Unidos, também conseguiu reproduzir com precisão o pulso da confiança dos consumidores. E, como mostra o terceiro gráfico, também se abriu um certo desfasamento entre a economia e o sentimento após a pandemia, mas é claramente menor do que nos EUA e, além disso, a situação é desigual entre países e o desfasamento é insignificante na maioria das grandes economias da Zona Euro (ver quarto gráfico).

O facto de a economia europeia, com condições económicas ainda mais difíceis do que as dos EUA, não sofrer tão claramente deste desajustamento de sentimentos sugere que talvez devêssemos procurar explicações idiossincraticamente americanas. E, a este respeito, o trabalho de Ryan Cummings e Neale Mahoney⁷ é revelador, mostrando que 30% do desfasamento entre os sentimentos nos EUA reflete uma tendência partidária, é revelador: os republi-

5. Com base em inquéritos da Universidade de Michigan, no final de 2023, o consumidor médio estimava que a inflação se aproximaria dos 6,5% (contra taxas observadas de cerca de 3,0%). Em contrapartida, esta perceção errada era muito menor antes da pandemia.

6. Ver Lengauer, G., Esser, F. e Berganza, R. (2012). «Negativity in political news: A review of concepts, operationalizations and key findings». Journalism, 13(2), 179-202, e Robertson, Claire E. et al. «Negativity drives online news consumption». Nature Human Behaviour 7.5 (2023): 812-822.

7. «Asymmetric amplification and the consumer sentiment gap». Disponível em www.briefingbook.info.

Zona Euro: sentimento económico dos consumidores

Índice



Notas: O índice observado é o da «confiança dos consumidores», baseado em inquéritos da Comissão Europeia. O índice previsto é estimado utilizando variáveis económicas (inflação, desemprego, salários, taxas de juro e preços da gasolina) com dados até dezembro de 2019. **Fonte:** BPI Research, com base em estimativas próprias e em dados da Comissão Europeia, do Eurostat e do BCE.

Diferença entre sentimento e economia: 2S 2023

Índice padronizado *



Nota: * O gráfico apresenta a diferença média entre o sentimento observado e o previsto no segundo semestre de 2023, normalizada pelo desvio-padrão histórico do sentimento económico dos consumidores.

Fonte: BPI Research, com base em estimativas próprias e em dados da Universidade de Michigan, FRED, Comissão Europeia, BCE e Eurostat.

canos e os democratas avaliam melhor (pior) a economia quando o seu partido está no poder (oposição), e o enviesamento não é simétrico, com os republicanos a penalizarem mais a sua perceção da economia do que os democratas quando estão na oposição.

It's the economy, stupid

Bill Clinton chegou à presidência dos EUA em 1992, com o slogan *É a economia, estúpido*, cunhado pelo seu consultor James Carville. No ano de 2024, o maior ano eleitoral da história segundo muitos analistas, a (irre)conciliação entre perceções e indicadores fará com que a economia desempenhe um papel mais complexo no ciclo eleitoral, se possível.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Atividade									
PIB real	1,9	2,5	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	9,3	4,9	7,1	4,0	4,3	4,4	1,5	2,2	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	104,5	105,4	109,0	102,7	110,9	104,8	104,7
Produção industrial	3,4	0,2	0,9	0,0	–0,1	0,1	–0,3	–0,2	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,2	46,7	47,6	46,9	49,1	47,8	50,3
Habitacões iniciadas (milhares)	1.551	1.423	1.385	1.450	1.371	1.485	1.374,0	1.521,0	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	302	308	316	321	322	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,5	3,6	3,7	3,7	4	4	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,5	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	5,8	4,0	3,5	3,2	3,1	3,2	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	5,6	5,2	4,4	4,0	3,9	3,8	...

JAPÃO

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Atividade									
PIB real	1,0	1,9	2,6	2,3	1,6	1,2	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,1	32,2	35,9	36,2	36,3	38,0	39,1	...
Produção industrial	0,0	–1,4	–1,8	0,9	–3,6	–0,9	–3,1	–6,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,4	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–3,9	–3,6	–2,7	–1,8	–1,3	–1,2	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	3,6	3,4	3,1	2,9	2,1	2,8	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	3,5	4,2	4,3	3,9	3,5	3,2	...

CHINA

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	5,8	10,7	4,2	8,3	...	5,5	...
Produção industrial	3,4	4,6	3,2	4,5	4,2	6,0	...	7,0	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	51,5	49,0	49,7	49,3	49,2	49,1	50,8
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	866	948	946	901	866	854,7	877,1	...
Exportações	7,1	–5,1	0,1	–5,4	–10,8	–3,3	5,3	2,9	...
Importações	0,7	–5,5	–7,2	–7,0	–8,5	0,8	15,4	–8,2	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,8	0,7	...
Taxa de juro de referência ³	3,65	3,45	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2	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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,0	-1,7	-2,6	-1,9	-1,8	-0,7	...	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	2,1	-2,2	0,7	-1,0	-4,8	-3,8	-6,7	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-16,1	-15,5	-14,9
Sentimento económico	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	96,1	95,5	96,3
PMI indústrias	52,1	51,2	48,2	44,7	43,2	43,9	46,6	46,5	46,1
PMI serviços	52,1	52,1	52,8	54,4	49,2	48,4	48,4	50,0	51,1
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	2,3	1,4	1,7	1,4	1,4	1,2	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,7	6,5	6,6	6,5	6,5	...	6,5	6,5	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	...	3,2	3,2	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,1	7,4	7,4	...	7,5	7,4	...
Itália (% pop. ativa)	8,1	7,7	7,9	7,7	7,6	...	7,3	7,5	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	3,5	0,5	1,3	0,6	0,1	0,1	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	1,9	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	2,6	0,9	0,9	1,2	0,6	0,7	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	4,2	1,0	2,3	0,6	0,5	0,6	-	-	-

Preços

Porcentagem 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	01/24	02/24	03/24
Inflação geral	8,4	5,5	8,0	6,2	5,0	2,7	2,8	2,6	2,4
Inflação núcleo	3,9	5,0	5,5	5,5	5,1	3,7	3,3	3,1	3,0

Setor externo

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Balança corrente	-0,6	4,5	-0,4	0,3	2,0	4,5	10,3	...	...
Alemanha	4,3	12,1	4,3	4,8	7,8	12,1	25,2	...	...
França	-2,0	-2,5	-1,9	-1,8	-1,9	-2,5	-5,0	...	...
Itália	-1,6	1,0	-1,5	-1,1	0,1	1,0	3,2	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal ¹ (valor)	90,9	94,7	93,4	94,6	95,9	95,1	95,2	95,0	95,6

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,7	2,7	5,7	4,0	1,1	0,1	0,2	0,4	...
Crédito às famílias ^{2,3}	4,4	1,7	3,2	2,1	1,0	0,5	0,3	0,3	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,8	4,6	3,8	4,5	5,0	5,2	5,1	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	2,0	4,4	3,7	4,3	4,7	4,9	4,8	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	6,3	-8,5	-3,9	-8,1	-11,3	-10,7	-9,9	-8,9	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	17,6	22,5	23,2	21,0	19,8	18,8	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,4	19,4	22,0	20,4	19,9	22,4	17,6	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	1,9	2,5	3,0	3,3	3,2	...	...

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.

2024 inicia mais forte do que o esperado

Indicadores para o 1T sugerem que a atividade está mais forte do que o antecipado no final do ano passado. Os indicadores que nos dão uma perspetiva mais completa para o 1T sugerem-nos que o crescimento trimestral neste período poderá superar a nossa previsão de um crescimento trimestral de 0,4%. Assim, temos o indicador diário de atividade do Banco de Portugal, que apresenta um crescimento médio homólogo de 5,8% no 1T (dados disponíveis até 20 março), uma pequena aceleração face ao 4T 23; e os indicadores de clima económico – que resume o sentimento na indústria, retalho, outros serviços e construção – e o de sentimento económico da Comissão Europeia também apresentam comportamentos positivos face ao 4T. Se o comportamento mais forte destes indicadores se refletir em mais crescimento no 1T do que aquele antecipado pelo BPI Research, enviará em alta os riscos para a nossa previsão de um crescimento de 1,6% no conjunto do ano. Recentemente, o Banco de Portugal reviu o cenário macroeconómico, colocando o crescimento anual em 2024 em 2%, mais 4 décimas do que a nossa previsão, mas, numa perspetiva de médio prazo, o crescimento acumulado no período 2024-26 é de 6,6%, igual ao implícito no cenário do BPI Research.

Desinflação acidentada. Em março, o IPC Global voltou a subir para 2,3% (2,1% em fevereiro). O mesmo aconteceu com o índice Subjacente, que exclui as categorias mais voláteis, para 2,5% (2,1% em fevereiro). No caso do IPC Subjacente este dado inclusive interrompe uma série de 12 meses consecutivos de redução. Março é tipicamente o mês do ano com variação mensal do índice de preços mais forte e, no caso da inflação subjacente, esse aumento (2,39%) foi superior à média registada entre 2015 e 2019 (2,23%). Por outro lado, na frente energética, as subidas acumuladas do Brent nos três primeiros meses do ano também não favorecem o processo desinflacionista como um todo. Também o aumento mensal de preços nos produtos alimentares, contrariando a sazonalidade, pode levantar a hipótese de algumas atualizações desfasadas que possam ter ocorrido já fora do âmbito do fim da medida IVA Zero, por razões de estratégia comercial das grandes distribuidoras. Em suma, o caminho para uma inflação média de 2% é acidentado e progressivo, sendo que não deverá ocorrer ainda em 2024.

Preços da Habitação sobem 8,2% em 2023. Com a divulgação pelo INE dos dados do 4T (variação homóloga de 7,8%) verificou-se que o aumento médio de preços das habitações em 2023 foi de 8,2%. No ano passado venderam-se um total de 136.400 habitações, representando menos 18,7% face ao ano de 2022. Olhando já para 2024, os dados disponíveis continuam a apontar para uma valorização dos preços. O valor por m² da avaliação bancária no âmbito do crédito à habitação subiu nos primeiros dois meses do ano (+5,5% homólogo em fevereiro); e os dados do Índice de Preços Residenciais também apontam para aumento dos preços (em fevereiro face ao final de 2023 terão aumentado cerca de 1,5%). Assim, apesar de esperarmos que a atividade como um todo seja menos dinâmica em 2024, continuamos a acreditar que este mercado se encontra suportado e os preços aumentarão na ordem dos 3,5%.

As contas públicas fecham 2023 com chave de ouro. O excedente orçamental de 1,2% do PIB superou a estimativa do Governo e do BPI Research (com previsões de 0,8% e 0,7%, respetivamente) e compara de forma bastante positiva com o registado em 2022 (-0,3%), perante um crescimento da receita (9,0%) superior ao da despesa (5,2%). No primeiro caso, destaca-se a receita fiscal

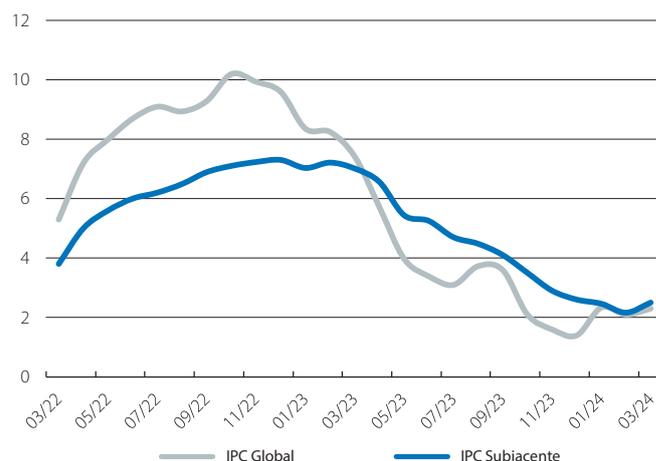
		4T 2023	1T 2024	Último mês disponível
Indicadores sintéticos	Indicador de clima económico	1,2	1,8	março
	Indicador de sentimento económico	95,7	99,5	março
	Indicador diário de atividade	5,5	5,8	março*
Consumo	Indicador de confiança	-28,2	-23,6	fevereiro
	Vendas a retalho	0,5	0,4	fevereiro
	Vendas a retalho excl. Combustíveis	0,8	0,9	janeiro
	Nº carros vendidos (média mensal)	15.422	18.124	fevereiro
	Venda de carros	7,9	17,4	fevereiro
Investimento	Indicador de FBCF	3,1	-	dezembro
	Importações de bens de capital (acumul. ano)	2,8	1,4	janeiro
Oferta	Vendas de cimento	3,6	13,8	fevereiro
	Produção industrial	-2,3	-1,3	janeiro
Procura	Consumo eletricidade corrigido temperatura&dias úteis	3,6	2,4	fevereiro
	Nº Turistas não residentes (yoy 2019)	13,4	5,9	janeiro
	Nº de voos (yoy)	7,2	1,7	fevereiro
Comércio externo	Exportações de b&s (acumul. ano)	5,0	-	dezembro
	Importações de b&s (acumul. ano)	-1,6	-	dezembro
Mercado de trabalho	Variação no desemprego registado (mil pessoas)	13,5	14,2	fevereiro
	Variação no emprego (mil pessoas)	79,0	97,8	janeiro

Nota: * Dados disponíveis até 20 de março.

Fonte: BPI Research.

IPC

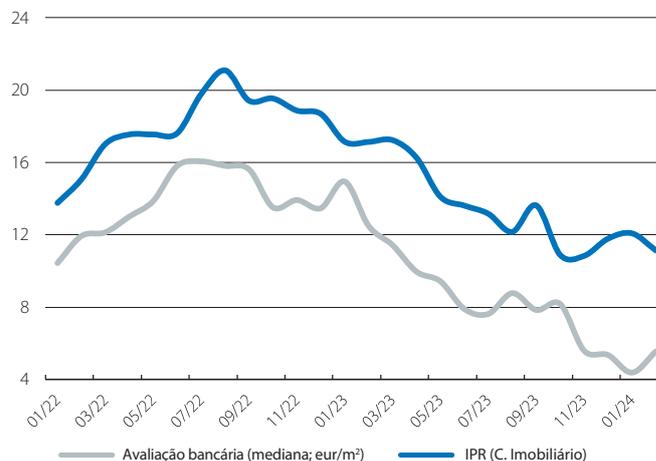
Var. homóloga (%)



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

Avaliação bancária da habitação e Índice de Preços Residenciais

Var. homóloga (%)



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

e contributiva, que, sem surpresas (os dados mensais já sinalizavam) contribuiu com cerca de metade do aumento da receita total e superou em mais de 1.000 milhões de euros a última previsão do Governo. Adicionalmente, a receita de capital aumentou expressivamente, devido aos fundos europeus, nomeadamente do PRR. Entre as rubricas de despesa, os maiores contributos vieram das despesas com pessoal, prestações sociais e juros, com esta última rubrica a registar uma variação positiva pela primeira vez desde 2014. Depois do aumento durante a pandemia de algumas rubricas de despesa, verifica-se que a larga maioria voltou a registar pesos no PIB semelhantes aos de 2019, com a despesa corrente primária (indicador-chave de despesa rígida) abaixo do registado em 2019. Comportamento contrário verifica-se na receita fiscal e contributiva, cujo peso no PIB aumentou quase 1 p. p. face ao pré-COVID. Neste contexto, o rácio de dívida pública caiu 17,5 p. p. face a 2019, para 99,1%, o rácio mais baixo desde 2009.

2023 terminou com um excedente face ao exterior equivalente a 2,6% do PIB, contribuindo para a redução do ainda elevado nível de endividamento face ao exterior da economia. A administração pública foi o setor que mais contribuiu para o excedente, registando uma capacidade de financiamento de 1,2% do PIB, seguido das famílias que registaram uma melhoria de 4 décimas face a 2022, com um excedente equivalente a 1% do PIB. As empresas não financeiras reduziram as suas necessidades de financiamento para 2% do PIB, menos 3 décimas do que em 2022, refletindo o crescimento de 8,1% do excedente bruto de exploração e de um crescimento mais moderado da FBCF, que em 2023 aumentou 3,8% (15% em 2022). Por sua vez, as sociedades financeiras melhoraram o seu excedente para 2,5% do PIB, mais 9 décimas do que há um ano atrás, beneficiando em grande parte da melhoria da margem de intermediação resultante da alteração da política monetária do BCE. A taxa de poupança das famílias manteve-se em 6,3% em 2023, refletindo ritmos de crescimento semelhantes do rendimento disponível e do consumo. Embora a taxa de poupança se mantenha próxima de níveis mínimos históricos, a sua evolução esconde decisões das famílias na utilização das poupanças excedentárias ainda existentes na amortização de crédito para compra de casa própria. Em 2023, estas ascenderam a 11.689 milhões de euros, sugerindo que, em 2024, os orçamentos das famílias estarão menos pressionados pela despesa com juros, pelo que poderão alocar uma parcela mais significativa do seu rendimento disponível a consumo e/ou reforço de poupança.

Os sinais de deterioração da qualidade do crédito são parcos, mas não deixam de chamar a atenção. O rácio de NPLs total voltou a diminuir no final do ano passado, de 3,0% no final de 2022 para 2,7%, uma trajetória seguida por praticamente todos os segmentos, exceto no crédito à habitação. De facto, neste caso, o rácio aumentou ligeiramente (+0,2 p. p.), para 1,3%, ainda assim longe do que foi registado no final de 2019 (2,4%) ou até mesmo do máximo (7,4%) assinalado no início de 2016. Por outro lado, o rácio de empréstimos em stage 2 (ou seja, os empréstimos cujo risco de crédito aumentou de forma expressiva face ao início do contrato) aumentou 0,4 p. p., para 10,7% no final do ano, com aumentos no caso da habitação e consumo & outros fins (+2,3 e +1,6 p. p., para 9,8% e 12,4%, respetivamente). Apesar deste comportamento, o aumento é contido quando comparado com o histórico. Por sua vez, a carteira de crédito mostra sinais de que o pior terá já passado. A carteira de crédito à habitação em fevereiro caiu menos do que no mês anterior (-1,2% homólogo, face a -1,5%), tal como nas sociedades não financeiras (-2,0% face a -2,6% em janeiro). Por seu lado, a carteira de crédito ao consumo manteve o dinamismo evidenciado no início do ano (+3,8% homólogo).

Principais rubricas das contas públicas

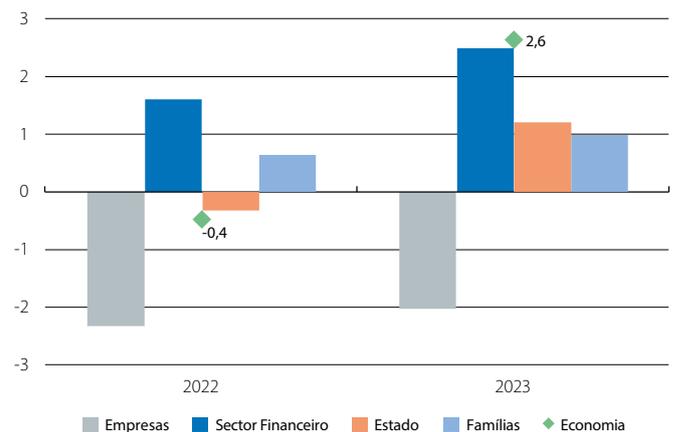
(% PIB)

	2019	2023	Variação 2023-2022		Variação face ao OGE 2024
			TVH %	Contributos	
Receita corrente	42,2	42,6	8,1	8,0	924
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,5	8,7	7,5	1.135
Receita capital	0,4	0,9	68,9	1,0	-354
Receita total	42,6	43,5	9,0	-	564
Consumo intermédio	5,1	5,3	5,0	0,6	-406
Despesas com pessoal	10,8	10,5	7,6	1,8	14
Prestações sociais	18,1	17,5	3,4	1,4	-472
Juros	3,0	2,2	23,3	1,0	84
Investimento	1,8	2,6	17,5	1,0	-579
Despesa total	42,5	42,3	5,2	-	-438
Despesa Corrente Primária	36,7	36,3	3,7	3,2	-354
Saldo Global	0,1	1,2	-	-	1.003
Dívida Pública	116,6	99,1	-	-	-

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e OGE 2024 (últimas previsões disponíveis para as contas públicas de 2023).

Capacidade de financiamento da economia

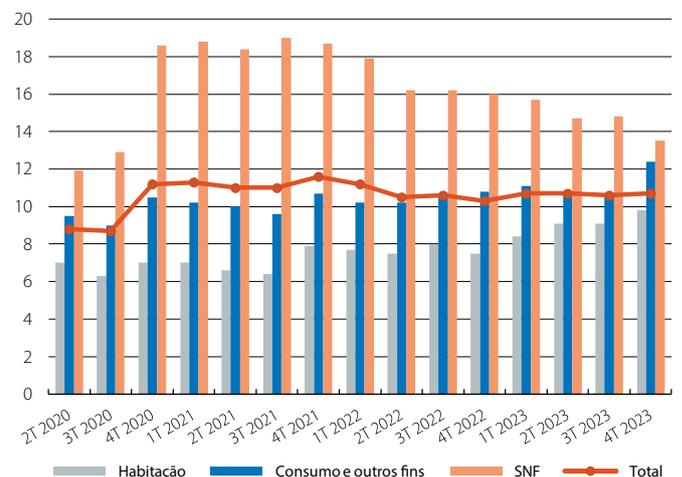
(% do PIB)



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

Rácio de empréstimos em stage 2, por segmento

(%)



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

Relógio imobiliário Português: a contração não tem hora marcada

Por esta altura do ano, em 2023, antecipávamos uma correção ligeira dos preços no imobiliário residencial: uma variação média de $-0,2\%$ no ano seguida de uma quase estagnação em 2024 ($+0,1\%$). Conjugando aquilo que já se verificava na altura –uma redução homóloga do número de transações muito significativa– com o facto de ainda decorrer o aumento das taxas de juro de referência por parte do BCE até ao patamar atual; era justificado um ajuste nos preços à semelhança aliás do que acontecia noutros mercados desenvolvidos. Tal não se verificou –a variação média de preços em 2023 foi de $+8,2\%$ e as transações caíram $-18,7\%$ situando a dinâmica do mercado imobiliário residencial num contexto que designamos como de desaceleração (ver gráfico): redução das vendas, mas aumento dos preços. De facto, os imóveis valorizaram-se menos que nos seis anos anteriores, mas continuaram com uma apreciação robusta.

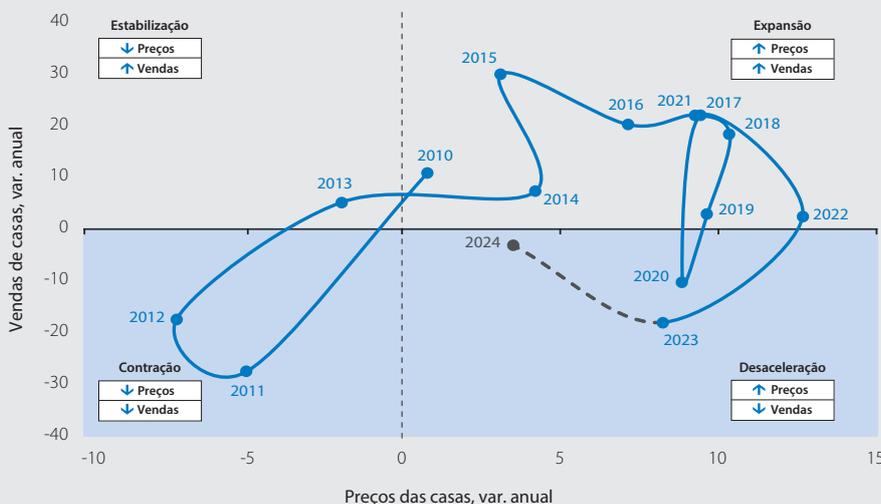
Vários fatores subjazem a isto. A economia cresceu mais do que o esperado e o mercado de trabalho resistiu, com o desemprego em níveis muito baixos. Apesar da redução relevante nas vendas comparativamente a 2022, a média trimestral das transações durante o ano passado é equivalente à do período entre 2015 e 2022 (cerca de 34 mil casas/trimestre). Ou seja, menor número de vendas face aos máximos, mas ainda em patamares elevados. Também sabemos que, de acordo com os dados do Banco de Portugal, os créditos à habitação feitos nos últimos anos representam uma fatia relevante do stock total de crédito e são feitos maioritariamente a agregados familiares nos quintis superiores de rendimento. Logo, menos expostos à erosão do rendimento líquido disponível provocado pelo surto inflacionista dos últimos anos.

Olhando o futuro antecipamos nova quebra das vendas este ano ($-4,2\%$), mais ligeira; com os preços também a crescerem mais moderadamente ($+3,5\%$). Por um lado, os grandes fatores macroeconómicos de suporte devem enfraquecer –prevemos menor crescimento do PIB e ligeiro aumento da taxa de desemprego. Por outro lado, apesar de projetarmos taxas de juro ainda acima do pré-pandemia, também esperamos a sua descida. Taxas de juros mais baixas e maior visibilidade acerca do início de cortes por parte do BCE trarão maior confiança aos agentes neste mercado e melhorarão as métricas de acessibilidade. Juntando a isto a continuação de saldos migratórios positivos, procura resiliente e uma oferta de imóveis que não descola, vemos o mercado bastante suportado. No outro lado da balança pode pesar alguma incerteza no campo político ou medidas legislativas que venham a mexer com os fundamentos deste mercado, pese embora os efeitos palpáveis destas iniciativas normalmente sejam algo dilatados no tempo.

Este início de ano tem revelado alguns dados animadores: fontes alternativas ao INE reportam que os preços continuam a subir e o novo crédito à habitação também está pujante –em janeiro foram contratados 1.184 milhões de euros, mais de 23% acima do montante contratado no mês homólogo de 2023. Afastamos desta forma «os ponteiros do relógio imobiliário» do cenário de contração: para 2024 situamo-lo no mesmo quadrante deste ano –o da desaceleração.

Tiago Belejo Correia

Relógio imobiliário
(Variação anual, %)



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

Indústria, um setor com dificuldades em retomar

Em 2023, o setor industrial teve um dos seus piores desempenhos da última década, refletindo as perturbações nas cadeias de abastecimento mundiais, o encarecimento dos produtos energéticos, a maior apetência dos consumidores pela aquisição de serviços em vez de bens e, mais recentemente, a prática de uma política monetária mais restritiva¹ e a redução da procura associada ao encarecimento dos custos de financiamento.

Em 2023, o valor acrescentado gerado pelo setor industrial contraiu 1,8%, mantendo-se 1,3% abaixo do nível pré-pandemia, colocando o peso do VAB gerado pelo setor em 17% do VAB total gerado pela economia, menos 1 ponto percentual do peso médio histórico do setor.

No mesmo sentido evoluiu a produção industrial, que contraiu 2,8% face ao ano anterior, mantendo-se cerca de 3,5% abaixo dos cinco anos anteriores à pandemia.

Olhando para os principais agrupamentos, a perda de fulgor no setor industrial reflete muito particularmente, as quebras de produção dos setores que maioritariamente produzem bens intermédios – utilizados na produção de bens de consumo e de investimento – e bens destinados a consumo. No seu conjunto, estes dois grandes agrupamentos – bens intermédios e bens de consumo – representam cerca de 68% da produção industrial.

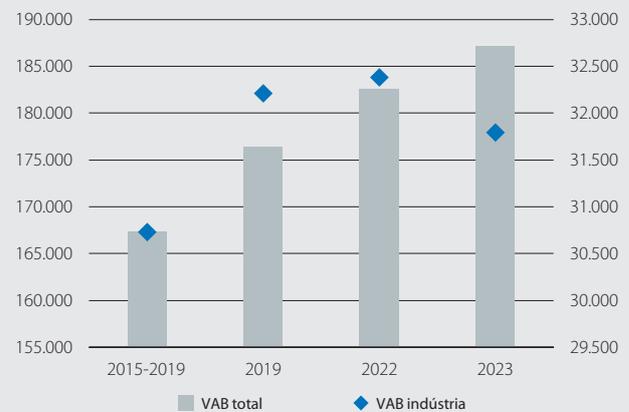
A alteração da política monetária, tanto na dimensão do aumento das taxas de juro diretoras como na rapidez do processo, terá tido um impacto negativo na atividade industrial, na medida em que este é tipicamente mais intensivo em capital do que o setor dos serviços estando, por isso, mais exposto a alterações nas condições de financiamento nas decisões de investimento e produção. Além disso, o consumo de bens industriais por parte das famílias, particularmente de bens duradouros, está mais frequentemente dependente do recurso a crédito do que o consumo de serviços.

Olhando, para os resultados dos inquéritos de conjuntura realizados às empresas, estes mostram uma redução da procura e um acumular de *stocks*, que explicam o enfraquecimento da produção no setor industrial. De facto, as respostas a estes inquéritos, mostram que a procura por bens produzidos na indústria transformadora está muito

1. No artigo Análise do impacto da política monetária no VAB por setor de atividade, publicado no Boletim Económico de dezembro 2023 pelo Banco de Portugal, conclui-se, com base num modelo BVAR (Vetor Autorregressivo Bayesiano), que o choque associado à maior restritividade da política monetária é superior e mais imediato no setor industrial do que no setor dos serviços. No artigo, os autores estimam que enquanto que nos serviços o impacto é de -0,22% após dezanove trimestres, na indústria é de -0,25% após seis trimestres.

VAB a preços constantes

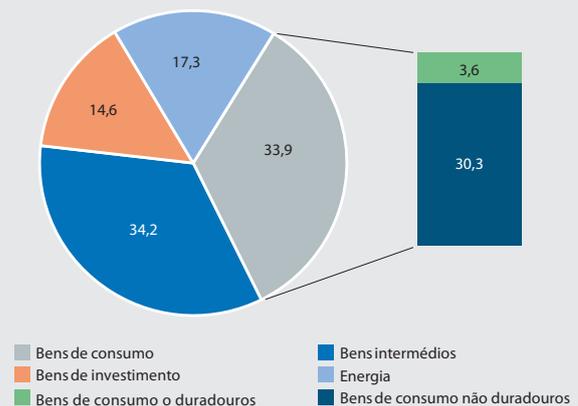
(Milhões de euros)



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

Agregados do índice de produção industrial

(% do índice total)



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

abaixo da observada nos cinco anos anteriores. O movimento foi idêntico em todos os setores, mas mais pronunciado na produção de bens intermédios e de consumo, em linha com a desaceleração do consumo privado, em parte explicado por uma normalização das dinâmicas de consumo (alteradas nos períodos imediatamente após a reabertura da economia no pós-Covid), mas possivelmente também por uma maior apetência pelo consumo de serviços, (como por exemplo turísticos tais como alojamento, restauração, transportes), cuja procura terá sido impulsionada pelo fim das restrições associadas à pandemia.

Paralelamente, a avaliação dos *stocks* evidencia que estes se encontram muito acima do que era habitual nos cinco anos antes da pandemia, limitando progressos na dinamização da produção.

Inquéritos de conjuntura à indústria

Ponderador (%)

		Setor industrial	Bens de consumo	Bens de investimento	Bens intermédios	Fabricação de veículos automóveis	Outros bens de equipamento
		100	40,6	17,5	41,0		
Procura global	2015-2019	-7,1	-7,3	-4,6	-6,5	-4,6	-6,3
	2023	-18,0	-16,8	-9,8	-22,5	4,3	-13,5
	2024	-17,2	-19,1	-9,0	-19,3	2,5	-11,8
Stock de produtos acabados	2015-2019	2,6	1,9	1,2	3,2	1,9	1,0
	2023	6,3	5,9	0,9	8,9	1,7	0,7
	2024	6,4	5,5	2,0	9,0	0,0	2,5
Obstáculos mais importantes (somatório dos vários obstáculos é igual a 100%)							
Insuficiência da procura	2015-2019	47,5	51,7	55,2	41,8	92,3	49,0
	2023	42,2	44,7	29,3	46,0	2,2	36,7
	2024	54,0	58,5	34,8	59,1	0,0	43,2
Dificuldades em contratar pessoal qualificado	2015-2019	12,9	13,9	18,7	10,7	0,5	23,4
	2023	16,2	17,7	18,7	14,2	0,1	23,7
	2024	14,6	13,2	27,4	10,2	0,3	34,0
Insuficiência de materiais e/ou equipamento	2015-2019	15,6	7,6	4,7	24,6	0,0	6,3
	2023	16,5	14,0	34,4	10,5	62,2	27,7
	2024	6,8	9,1	12,8	2,6	1,1	15,6
Dificuldades de tesouraria	2015-2019	5,6	7,0	4,7	4,9	0,0	5,8
	2023	9,5	7,6	2,3	14,0	0,0	3,0
	2024	11,4	5,8	2,1	19,4	0,0	2,6
Dificuldades em obter crédito bancário	2015-2019	1,7	1,1	4,7	1,3	0,0	5,6
	2023	0,9	0,9	1,4	0,6	0,0	1,8
	2024	0,8	1,0	0,4	0,9	0,0	0,5
Outros obstáculos	2015-2019	16,8	18,7	12,0	16,6	7,1	9,8
	2023	14,7	15,2	13,8	14,6	35,5	7,2
	2024	12,3	12,5	22,6	7,8	98,6	4,1

Nota: Para 2024, a informação relativa à procura e stocks abrange janeiro e fevereiro; nos obstáculos a recolha dos inquéritos é trimestral e a última resposta é de janeiro.
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE.

O que esperar para 2024?

Possivelmente a curto prazo, não se assistirá a alterações significativas, nomeadamente na tendência de queda da produção, pois por um lado, as condições de financiamento continuam restritivas, limitando investimento e produção, por outro condicionando decisões de consumo por parte das famílias e por outro, necessidade de que os setores com maiores stocks escoem primeiro a produção armazenada. Mas as perspetivas de relaxamento gradual das condições de financiamento e o escoamento de produtos acabados, fazem antever que o setor industrial ganhe gradualmente alguma pujança, podendo recuperar parte das perdas sofridas nos últimos anos, ainda que talvez não a sua totalidade, tanto por via do fim do ambiente de taxas de juro muito baixas, como por via de maior apetência por consumo de serviços.

Teresa Gil Pinheiro

Desafios e perspetivas para a dívida pública portuguesa: reflexões sobre a retirada do BCE

As *yields* da dívida pública (e de outros instrumentos) variam em sentido oposto ao valor dos próprios títulos. Mais concretamente, quando as *yields* aumentam, o valor dos títulos diminui e quando as *yields* diminuem, o valor dos títulos aumenta. Esta dinâmica afeta as decisões dos investidores e é importante para perceber como os mercados avaliam a solidez económica de um país. No que diz respeito a Portugal, os títulos de dívida pública têm encarecido face a outros parceiros europeus. Mas o que justifica esta dinâmica? Explicar o encarecimento dos títulos de dívida pública portuguesa face a outros parceiros europeus é análogo a explicar porque é que as taxas de juro que Portugal paga para se financiar são inferiores. Sugerimos três perspetivas de análise desta questão.

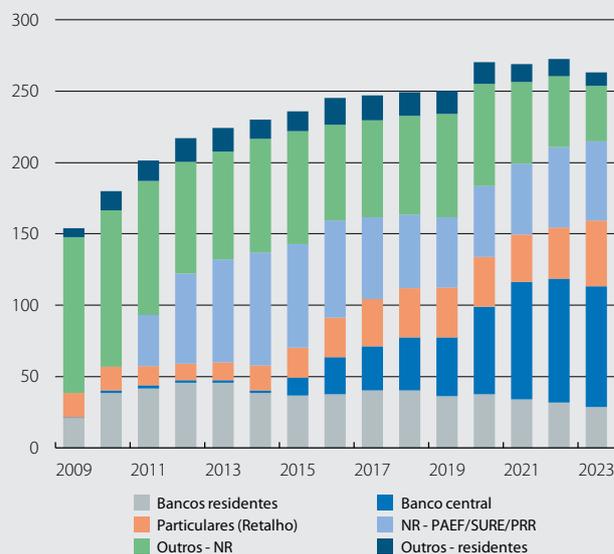
Numa primeira fase, importa olhar para o contexto macroeconómico. Neste ponto, Portugal recuperou de forma expressiva no pós-pandemia (quase 6% desde o final de 2019), destacando-se da média registada para a Zona Euro (de 3%) e das principais economias da região (por exemplo, a Alemanha cresceu apenas 0,1%).

Uma segunda perspetiva prende-se com a componente orçamental. Neste ponto, destaca-se o compromisso com a consolidação das contas públicas, que tem permitido atingir saldos primários positivos nos últimos anos (exceto durante a pandemia). Em 2023, Portugal voltou a registar um excedente orçamental e, à data de elaboração deste artigo, as perspetivas apontam para que esse seja o novo panorama fiscal nos próximos anos (este compromisso é alargado aos principais quadrantes políticos, o que ajuda a consolidar esta expectativa). Um contexto de crescimento económico assinalável, a consolidação fiscal e outros efeitos¹ permitiram colocar o rácio de dívida pública abaixo dos 100% do PIB em 2023, o que já não acontecia desde 2009. A consolidação das contas públicas no pós-pandemia é distintiva entre os demais países da Zona Euro: por exemplo, no que diz respeito ao rácio de dívida pública, a redução de Portugal (de 4,2 p.p. em 2022 face a 2019) foi a quarta maior, claramente distinto do observado para o conjunto da área do euro (com um agravamento de quase 7 p.p. face ao pré-pandemia).²

1. A redução da dívida pública em 2023, quer em rácio, quer em valor absoluto, é explicada por vários fatores, incluindo recompras antecipadas de dívida pública junto de bancos e seguradoras, ou a elevada alocação em CEDIC (Certificados Especiais de Dívida Pública de Curto Prazo), dívida excluída da ótica de Maastricht (que aumentou em mais de 8.400 milhões de euros em 2023).

2. À data de elaboração do artigo ainda não havia informação sobre os dados das contas públicas de 2023 para o conjunto da Zona Euro. Em Portugal, sabe-se que a redução do rácio de dívida pública foi de 17,5 p.p. face a 2019.

Detentores de dívida pública portuguesa (Mil milhões de euros)



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

A consolidação das contas públicas (para além de outros fatores também relevantes, como o crescimento expressivo da economia, a redução do endividamento privado e a maior robustez do sector bancário) tem sido decisiva na apreciação do risco do país, com Portugal a situar-se no patamar de risco A de acordo com a avaliação de todas as agências de *rating*.

Por fim, a alteração da estrutura de detentores de dívida pública. Outra razão que se pode apontar ao incremento do valor dos títulos de dívida pública portuguesa prende-se com o menor volume de dívida em circulação nos mercados; de facto, em 2023, Portugal emitiu menos cerca de 8.700 milhões de euros em Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, reduzindo o saldo vivo destes instrumentos em quase 7.000 milhões de euros. O menor recurso ao mercado é justificado pelo aumento expressivo da colocação de produtos de retalho da dívida pública, nomeadamente em Certificados de Aforro. As subscrições (líquidas de juros) dos produtos de retalho superaram os 9.600 milhões de euros no ano passado, compensando totalmente a menor emissão de títulos no mercado. Isto fez com que a dívida pública na mão dos particulares residentes passasse de 13% em 2022 para cerca de 17% no final de 2023 (era ainda mais reduzido em 2010, de cerca de 9%; ver gráfico). Isto compara com cerca de 2% no caso de Espanha, por exemplo. Esta é também uma questão muito particular da dívida pública portuguesa: no total, entre particulares, banco central e credores oficiais (ou seja, os

empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Financeira), a parcela de dívida fora do mercado era superior a 70% no final de 2023 (face a cerca de 10% em 2010).

Que impacto devemos esperar da retirada do BCE?

A intervenção do BCE nos mercados de dívida vai ser cada vez menor, com a redução gradual do seu balanço.³ A questão que se coloca é que impacto é que isso poderá ter para o financiamento de Portugal. A estratégia de financiamento do Tesouro para 2024, aprovada em meados de dezembro do ano passado e recentemente atualizada, inclui a emissão bruta de títulos de cerca de 20.700 milhões de euros, principalmente de instrumentos de médio e longo prazo. As emissões no mercado esperadas para este ano superam o registado em 2023 (em cerca de 4.380 milhões de euros), mas fica abaixo do montante emitido em 2022 (em cerca de 4.310 milhões de euros).

Por sua vez, cerca de 8.500 milhões de euros de títulos de médio e longo prazo vão atingir a maturidade este ano, parte dos quais estará relacionado com títulos detidos pelo BCE, ou seja, relacionado com o fim total e/ou parcial dos reinvestimentos dos títulos que forem chegando à maturidade. Mais concretamente, para 2024, as compras líquidas de dívida pública portuguesa deverão ser negativas em 2.300 milhões de euros de acordo com o IGCP,⁴ ou seja, o equivalente a cerca de 3% da dívida detida pelo BCE no final de 2023 (em 2023, as compras líquidas foram de cerca de -3.000 milhões de euros). Neste contexto, estimamos que a dívida detida pelo banco central reduza de cerca de 32% do PIB em 2023, para cerca de 30% este ano, semelhante ao registado em 2020.

Isto significa que Portugal terá de colocar em termos líquidos, junto de investidores privados, cerca de 9.800 milhões de euros de títulos de dívida pública de médio e longo prazo, algo que não deverá acarretar grandes desafios. As taxas de juro deverão continuar elevadas na comparação histórica recente (relembramos que, em 2019, pré-pandemia, a taxa de juro média das OT a 10 anos nos mercados financeiros foi inferior a 1%, o que compara com taxas em torno de 3% previstas para 2024), o que deverá continuar a ser atrativo para investidores em títulos de dívida pública portuguesa. Este apetite por dívida pública portuguesa é corroborado pelas recentes emissões de títulos, onde a procura foi quase duas vezes superior à oferta dinâmica, por outro lado, também vista noutros países, como Espanha. Adicionalmente, à data, o IGCP já emitiu cerca de 50%

do total de dívida de médio e longo prazo que estava previsto para o conjunto do ano.

Ao mesmo tempo, a colocação do *rating* de Portugal no patamar de risco «A» por parte das principais agências de *rating* abre a possibilidade de alargar o interesse por parte de investidores institucionais que investem em dívida de países com menor risco. Adicionalmente, Portugal pode voltar a constar no FTSE World Government Bond Index ainda este ano, um índice que inclui apenas títulos de soberanos com *rating* em nível A.

A diversificação da base de investidores é bastante positiva para a redução dos custos de financiamento da República (diferentes investidores têm diferentes posturas face ao risco e com distintos horizontes de investimento), redução da vulnerabilidade face a choques externos e, conseqüentemente, promotor de estabilidade financeira, e aumento da liquidez no mercado de dívida, tornando-o mais atrativo.

Em suma, os desenvolvimentos estruturais de Portugal têm permitido uma comparação mais favorável face a outros parceiros europeus relativamente ao custo de financiamento. Perante este contexto, a retirada gradual do BCE não deverá colocar pressão adicional ao custo de financiamento da República. No entanto, importa ter presente que os mercados alteram rapidamente a sua perceção quanto à evolução das economias e, no futuro próximo, os desafios (ao nível, por exemplo, do envelhecimento da população, da normalização da atividade económica e do crescimento dos preços) contribuirão para melhorias cada vez mais graduais da redução de alguns rácios relevantes na avaliação da performance de Portugal (como o rácio de dívida pública e o saldo orçamental), o que pode tirar o brilho do recente desempenho do país.

Vânia Duarte

3. Relativamente ao APP, desde julho do ano passado que o BCE não está a reinvestir os títulos que atinjam a maturidade; no que diz respeito ao PEPP, entre abril de 2022 e junho de 2024, o BCE reinveste 100% dos títulos que cheguem à maturidade, mas entre julho e dezembro de 2024, o BCE deixará vencer 7.500 milhões de euros por mês, acelerando em 2025 com reinvestimentos nulos.

4. De acordo com a informação divulgada na apresentação a investidores, de março de 2024.

O que se passa no imobiliário comercial em Portugal?

Os nossos artigos acerca do mercado imobiliário focam-se habitualmente no segmento residencial. Isto acontece em primeira instância pela importância que o crédito à habitação tem no ativo da banca portuguesa, operações onde estes imóveis aparecem como garantia, tornando-se imprescindível uma correta avaliação e acompanhamento da evolução dos preços. Contudo, o BCE sublinhou¹ recentemente uma descida persistente dos preços do imobiliário comercial na Europa, exacerbada por um mercado com uma queda dramática das transações de 47% no primeiro semestre de 2023 em comparação com o homólogo de 2022. Tudo pesado, pretendemos neste artigo dar uma panorâmica acerca de como tem evoluído este mercado no país, especialmente ao nível dos preços, tentando perspetivar como irá ser a evolução no futuro próximo.

Relação entre imobiliário residencial e imobiliário comercial

Quando atentamos aos índices elaborados pelo INE para os preços da Habitação (IPH) e para os Preços das Propriedades Comerciais (IPPCoM), retira-se a existência de uma forte correlação.² Senão vejamos o primeiro gráfico: as curvas evoluem de forma muito semelhante até 2015. Depois, no período pós-troika, a tendência comum é de valorização, bastante mais forte no mercado residencial. O último ano em que a variação anual dos preços foi negativa também é o mesmo nos dois segmentos – 2013 – com desvalorização de –3,4% nos imóveis comerciais e de –1,9% nos imóveis de habitação.

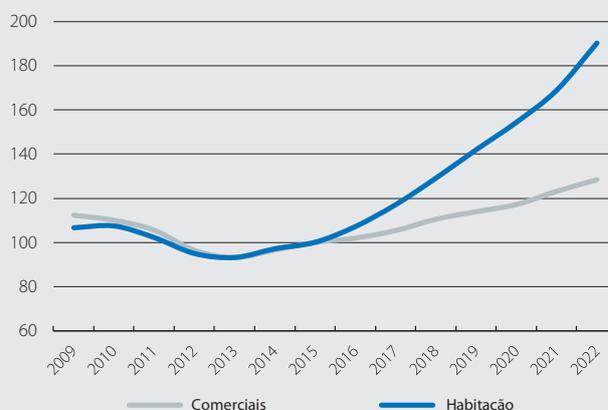
A principal justificação para esta correlação reside num dos grandes *drivers* comum a ambos os segmentos – as taxas de juro. Taxas de juro mais baixas significam preços dos ativos (no caso, imóveis) mais altos e vice-versa. No mercado habitacional, taxas de juro mais altas diminuem a acessibilidade dos mutuários ao crédito à habitação pelo aumento da taxa de esforço, tendendo para reduzir a procura. No mercado do imobiliário comercial, um aumento generalizado das taxas de juro torna mais caro o financiamento das operações de investimento. Estas operações, que são geralmente acompanhadas de alavancagem, tornam-se menos atrativas em comparação com outras alternativas. Um investidor em imobiliário comercial procurará, portanto, rendimentos mais elevados (o que exige um aumento das rendas associadas, uma moderação dos preços dos ativos, ou ambos) para tornar esses investimentos atrativos. Apesar desta semelhança na vertente financeira, os fundamentos de base para compra de habitação ou para o investimento e transações de imóveis comerciais são bastante distintos. Uma habitação antes de mais satisfaz a necessidade básica de um local para morar. No imobiliário comercial, além da componente de puro investimento, existem as necessidades subjacentes aos negócios que vão ocupar os espaços e que são muito distintas consoante

1. Financial Stability Review, Novembro de 2023 – BCE.

2. Coeficiente de correlação de 92,4%.

Índice de preços dos imóveis

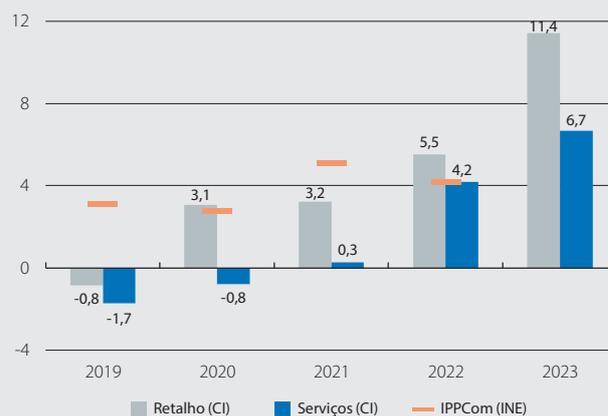
2015 = base 100



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

Índice de preços de imóveis comerciais

Valorização média anual (%)



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

o setor de atividade. Ou seja, há uma gama de atividades muito distintas a ocupar os imóveis comerciais e idiosincrasias próprias de cada segmento, desde logo entre os dois grandes blocos: serviços e retalho. Como é bom de ver, os fundamentos para investir e rentabilizar uma residência estudantil serão diferentes dos de um *retail park*.

O imobiliário comercial em 2023

O INE apenas disponibiliza dados acerca do IPPCoM numa base anual,³ dificultando o acompanhamento do mercado. Assim, para aferir acerca da evolução recente socorremo-nos de informação elaborada por fontes alternativas. No caso, a Confidencial Imobiliário (CI) tem divulgado índices para os Preços de imóveis de Serviços e para os Preços de imóveis de Retalho.⁴ O que podemos observar,

3. Normalmente em maio, reportando ao ano imediatamente anterior.

4. Estes índices acompanham a valorização nos segmentos de Retalho e Serviços, tendo por base a informação de vendas levantada junto do painel de operadores associados à CI e que reportam informação sobre este tipo de ativos. Os índices são apurados com base em metodologias de estratificação.

já com dados apurados que abarcam todo o ano de 2023, é que o ano passado continuou a ser de valorização mesmo num contexto de aumento de taxas de juro. Apesar de não abranger todo o mercado e todas as tipologias, os dados da CI sugerem que os imóveis comerciais continuaram a valorizar-se e de forma até mais forte que em 2022, embora com maior intensidade nos imóveis de Retalho do que nos de Serviços.

Outra fonte de dados são as grandes consultoras de serviços imobiliários. No caso, a JLL reporta alguns dados interessantes relativos a 2023.⁵ Assim, até ao 3T 2023 verificou-se um recuo muito significativo no volume de capital investido (-48% face à média dos últimos 5 anos) e que é indissociável do aumento dos juros. Os investimentos em Imóveis de Hotelaria (39% do total) e de Retalho (36%) lideraram e foram feitos essencialmente com capital estrangeiro (70%). Por outro lado, as *Prime Yields* da generalidade dos segmentos está mais alta face ao período de início de aumentos das taxas de juro.

O segmento de retalho apresentou das melhores performances, suportado por vários fatores específicos além do aumento do turismo e consumo privado – abertura de *concept stores*; aumento da procura por parte de retalhistas de luxo; e, expansão e entrada no mercado de novos retalhistas *low-cost*. A título de exemplo, as rendas nos principais centros comerciais aumentaram 8% face ao ano anterior e as vendas 10%, situando-se acima do pré-pandemia.

No segmento de escritórios o desempenho não foi tão animador: o volume de *take-up*,⁶ principalmente na região de Lisboa, foi muito mais baixo face aos anos anteriores. Isto traduziu-se num aumento da *vacancy rate*⁷ para o patamar dos 10% (8,3% em 2022). Apesar disto as rendas *prime* e médias evoluíram positivamente. Verifica-se neste segmento um abandono de espaços mais obsoletos no corredor ocidental da cidade e a procura de espaços alinhados com os objetivos de sustentabilidade e neutralidade carbónica, com localização e valências compatíveis com a retenção de talento e modelos de trabalho híbridos. Portanto, este mismatch entre a oferta atual e as pretensões dos locatários tem permitido aumento das rendas mesmo num contexto de redução do *take-up*. Os locatários aceitam assumir rendas mais altas para assegurar a ocupação de determinados espaços.

Assim, globalmente, podemos afirmar que o aumento das rendas tem permitido fazer o offset ao aumento das taxas de juro e suportar os preços dos ativos. A isto, juntou-se uma população empregada em níveis historicamente altos (exigindo *office space* e consumindo mais) e uma maior visibilidade na parte final do ano acerca do início no corte de juros (associado ao processo desinflationista em curso). Além do segmento logístico,⁸ favorecido pelo cres-

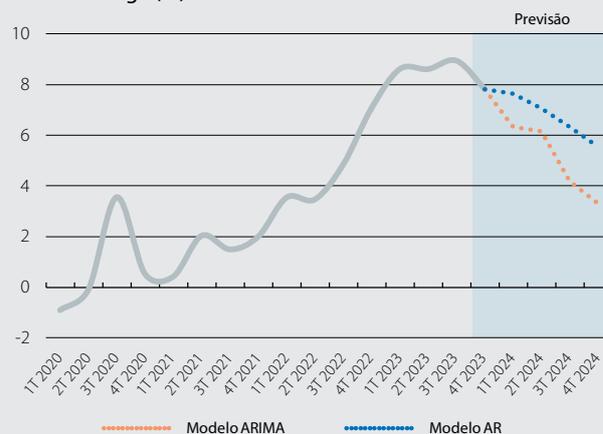
5. Research Report JLL Market Pulse, Q3 2023; e, Research Report JLL Market 360 – Real Estate Market in Portugal.

6. Refere-se à área acumulada de todos os novos arrendamentos ou vendas a ocupantes (por oposição às vendas a investidores) que serão utilizados como escritórios.

7. Refere-se à percentagem de espaço não alugado no mercado.

Índice de preços dos imóveis comerciais

Var. homóloga (%)



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

cimento do comércio eletrónico, não podemos também esquecer a existência de outros mais pequenos, mas com muito potencial. Por exemplo, as residências construídas especificamente para estudantes (onde a oferta não tem acompanhado o aumento de estudantes no ensino superior e a vinda de estudantes estrangeiros), as residências seniores (para responder a uma população envelhecida crescente) e os *Data Centres*.

Perspetivando 2024

Tentando perspetivar o que poderá ser a evolução nos preços dos imóveis comerciais efetuámos em primeira instância uma média dos índices de imóveis de serviços e de retalho da CI. Neste índice médio, os preços apreciaram-se 4,7% em 2022 e 8,5% em 2023. Projetámos depois 2024 apoiando-nos no nosso cenário macroeconómico central através de um modelo econométrico com uma componente autoregressiva e tendo como variáveis explicativas a evolução do índice de preços da habitação, do PIB e do spread entre a dívida portuguesa de longo prazo e o Bund alemão. Por fim, contrastámos esta previsão com outra feita por um modelo ARIMA. O resultado está sintetizado no último gráfico: antecipamos uma tendência clara de abrandamento das valorizações face a 2023, mas sem correção nos preços. Com efeito, o modelo estimado aponta para uma valorização de 6,6% nos preços e o modelo ARIMA para uma valorização um pouco mais modesta: 4,9%. Em suma, podemos afirmar com os dados de que dispomos que a expectativa é ainda de valorização. O comportamento deste mercado como um todo aparenta semelhanças com o momento que temos vivido no imobiliário residencial: procura dinâmica em alguns segmentos, investimento estrangeiro e escassez de oferta adequada, que, aliados a crescimento económico e altos níveis de emprego têm vindo a apoiar os preços.

Tiago Bejejo Correia

8. Atualmente há cerca de 590 mil m² de nova área de construção em curso, metade desta na região de Lisboa.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	3,6	3,3	2,7	...	2,5	2,4	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	-2,7	-5,0	-4,6	-2,3	...	-1,3	1,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-5,6	-9,4	-9,5	-7,5	-8,2	-7,7	-6,6
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	5,6	1,3	9,5	1,8	...	-16,4	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-22,9	-18,9	-11,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	13,8	9,1	9,1	8,1	6,4	...	4,4	5,5	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	...	16,1	14,5	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,1	7,5	13,4	5,8	-0,2	6,9	5,1	7,1	8,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	...	0,2	2,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,5	2,8	2,8	2,3	...	2,2	2,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-26,9	-24,4	-22,6
Mercado de trabalho									
População empregada	2,2	2,0	2,8	2,2	1,6	...	2,3	1,8	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	...	6,6	6,7	...
PIB	6,8	2,3	2,6	1,9	2,1	...	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Inflação global	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,3	2,1	2,3
Inflação subjacente	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,4	2,1	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	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	...	-2,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,1	12,5	1,1	-4,1	...	-5,2	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	1,5	4,1	3,6	...	4,2	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	...	3,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	...	0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	4,5	7,3	7,2	...	7,8	...	...

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	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	...	-1,1	1,0	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	...	-15,2	-13,6	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	...	17,8	20,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	...	-22,5	-4,4	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,0	-2,4	-2,6	...	-1,7	0,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	...	-1,5	-1,1	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	...	-2,6	-2,0	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	...	-1,5	-1,2	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	...	1,6	1,7	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	...	-4,0	-3,1	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,1	-1,8	-1,7	...	-1,5	-1,2	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	2,7	3,1	2,9	2,7	...	-	-	-

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.

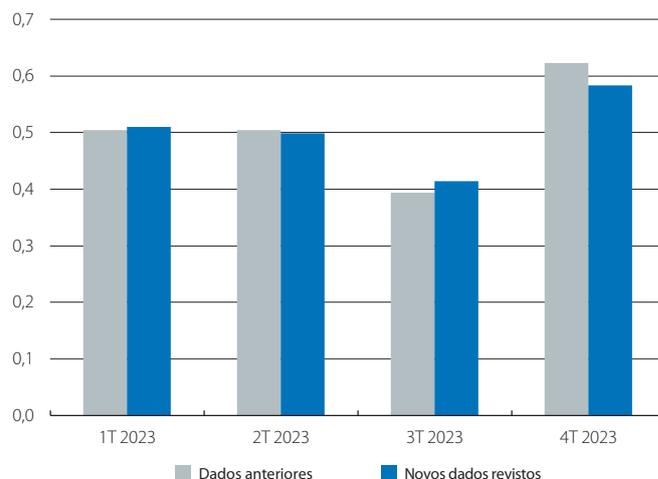
A economia espanhola mantém-se resistente numa conjuntura difícil

Toda a informação disponível sugere que a atividade económica, apesar de um contexto económico adverso marcado pelo impacto da subida das taxas de juro do ano passado e de uma inflação a rondar os 3%, continuou a crescer a bom ritmo no 1.º trimestre. A nova estimativa do crescimento do PIB no 4.º trimestre de 2023, publicada pelo INE no âmbito do seu calendário regular de revisões, também não alterou a leitura do passado recente. No último trimestre de 2023, o crescimento do PIB manteve-se inalterado em relação à estimativa provisória e, na desagregação das componentes, registou-se uma ligeira revisão em baixa do crescimento do consumo privado e do consumo público, compensada por uma ligeira revisão em alta do investimento.

Bons números nos indicadores de atividade. Os indicadores de atividade disponíveis para o 1.º trimestre de 2024 mostram um desempenho melhor do que o esperado, especialmente no que diz respeito ao sentimento, ao emprego e ao turismo. Por conseguinte, o PMI dos serviços manteve em março a sua tendência ascendente e atingiu 56,1 pontos, um nível que aponta para uma taxa de expansão considerável no sector. Por sua vez, o sector industrial está a deixar para trás a sua fraqueza e o PMI da indústria transformadora, com 51,4 pontos, consolida a sua posição na zona de crescimento, depois de ter estado abaixo deste limiar nos 10 meses anteriores. Analogamente, a produção industrial registou um crescimento médio de 0,8% até fevereiro face ao 4.º trimestre de 2023, uma taxa ligeiramente superior à do trimestre anterior (+0,6% em termos trimestrais). Em relação ao consumo, as vendas a retalho em fevereiro recuperaram 0,5% em termos mensais, após descidas em dezembro e janeiro. No entanto, apesar da recuperação, a média de janeiro e fevereiro ainda mostra um ligeiro declínio de 0,3% em comparação com a média do 4T 2023. O turismo também começou o ano com excelentes resultados; em fevereiro, as chegadas de turistas estrangeiros aumentaram 15,9% em relação ao ano anterior e os gastos 25,8%. Portanto, tanto as chegadas de turistas como os gastos estão bem acima dos registos pré-pandémicos de fevereiro de 2019, com um aumento de 14,4% e 44,8%, respetivamente.

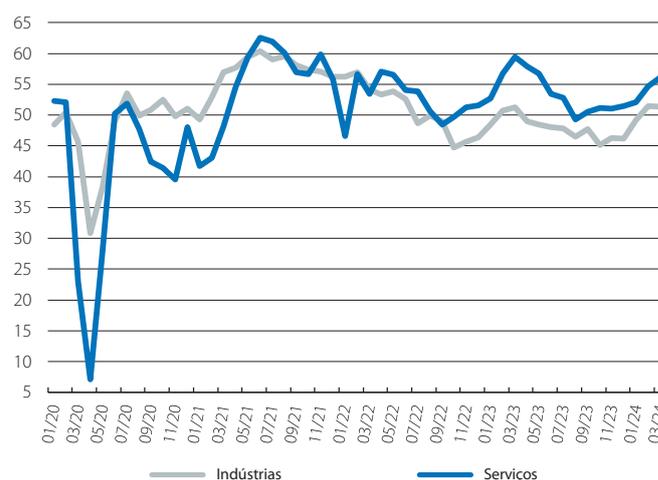
O mercado de trabalho mantém um dinamismo assinalável. As inscrições na Segurança Social cresceram 193.585 em março em relação ao mês anterior, mais do que o habitual para um mês de março (140.000 em média nos meses de março no período 2014-2019). O emprego, ajustado sazonalmente, aumentou em 77.876, elevando o aumento médio mensal no primeiro trimestre para 63.242 trabalhadores, superior à média do quarto trimestre de 2023 (31.248). No 1.º trimestre de 2024, o ritmo de crescimento trimestral das inscrições intensificou-se para 0,7% (0,4% nos dois trimestres anteriores).

Espanha: PIB Variação em termos trimestrais (%)



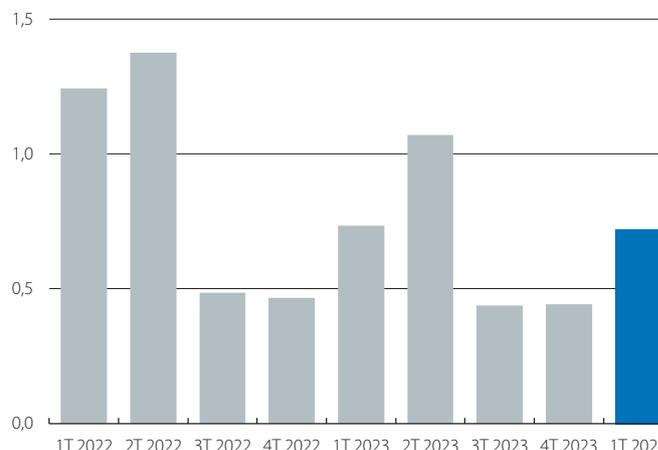
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: PMI Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social Variação em cadeia (%)



Nota: Série de inscritos ajustados de sazonalidade que não estão em ERTE.
Fonte: BPI Research, com base em dados do MISSM.

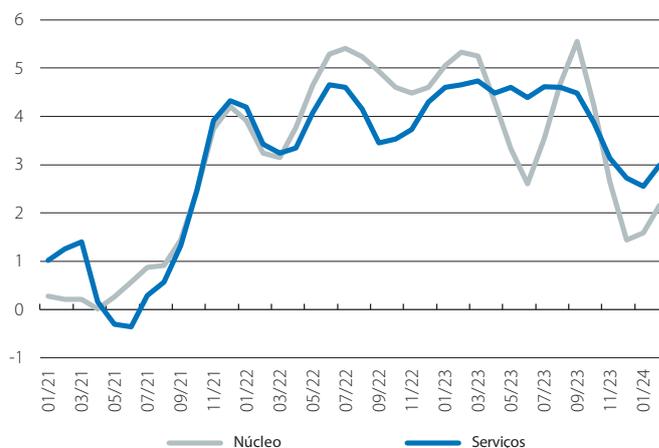
Os preços da energia e a retirada de medidas fiscais dominam a dinâmica da inflação. Segundo a estimativa rápida do IPC, a inflação global aumentou 4 décimos de ponto percentual em março para 3,2%. Esta recuperação deve-se principalmente ao aumento dos preços da eletricidade e dos combustíveis. Na eletricidade, a queda mensal de 13,1% no PVPC foi mais do que compensada pelo aumento do IVA de 10% para 21% em março, que ocorreu porque o preço do mercado grossista em fevereiro estava abaixo do limite de 45 euros/MWh estabelecido na lei aprovada em dezembro passado. As atuais previsões do mercado de futuros sugerem que os preços no mercado grossista não subirão acima dos 45 euros/MWh até ao verão. Se estas previsões se concretizarem, o IVA sobre a eletricidade voltará à sua taxa reduzida de 10% em julho. Relativamente aos combustíveis, o preço do petróleo Brent acumula três meses de subidas e situou-se em março numa média de 78 euros por barril, o que levou a um aumento mensal de 1,9% no preço da gasolina. Não obstante estes altos e baixos, as tendências subjacentes sugerem que o processo de desinflação está a prosseguir. A inflação subjacente, que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados, desceu 0,2 p. p. em março, para 3,3%, e o *momentum* da inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares) sugere que deverá continuar a moderar-se.

O défice público desceu para 3,6% do PIB em 2023. O valor representa uma melhoria acentuada em relação ao défice de 2022 (4,7% do PIB), embora ainda acima do nível pré-pandémico (3,1% do PIB em 2019). A nível das administrações públicas, o défice da administração central foi de 2,1% do PIB; o das comunidades autónomas, 0,9%; o da 0,6% para a Segurança Social e 0,1% para as autarquias locais. A redução do défice em 2023 deveu-se ao dinamismo das receitas públicas, que aumentaram 9,0% em comparação com 2022, principalmente devido a fortes receitas de impostos diretos e contribuições, enquanto as despesas totais aumentaram 6,5%, impulsionadas pela reavaliação das pensões e pela manutenção de uma grande parte das medidas, que tinham sido introduzidas, para fazer face ao choque energético.

O sector externo está a começar bem este ano. O défice comercial situou-se em 3.729 milhões de euros em janeiro, inferior ao défice de 3.956 milhões de euros registado em janeiro de 2023 (-5,7% em termos homólogos), graças à melhoria da componente não energética. Neste sentido, o défice não energético baixou de 816 milhões de euros em janeiro de 2023 para 90 milhões de euros em janeiro deste ano, numa conjuntura de aumento das exportações, que cresceram 1,7% em termos homólogos, e de queda das importações, de 0,9% em termos homólogos, motivada pela queda dos preços (-3,9% em termos homólogos). O défice energético, pelo contrário, aumentou para 3.639 milhões de euros, contra 3.140 milhões de euros no ano anterior, devido a uma redução mais acentuada das exportações do que das importações (-41,2% e -12,3% em termos homólogos, respetivamente).

Espanha: momentum de inflação

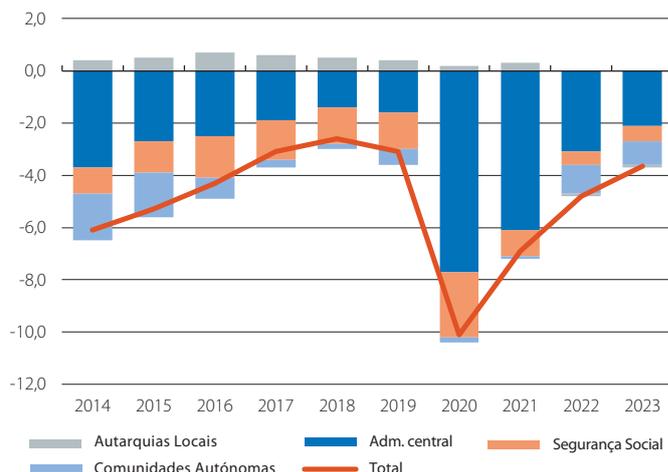
Varição do índice médio dos últimos 3 meses em relação aos 3 meses anteriores, anualizada (%)



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

Espanha: saldo das administrações públicas

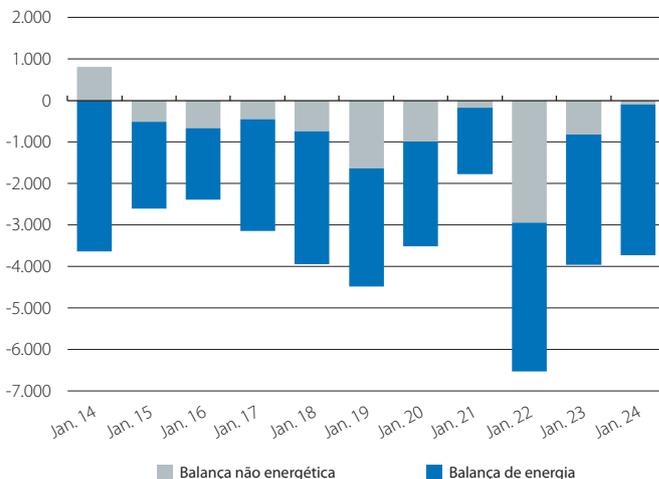
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

Espanha: balança comercial de mercadorias

(Milhões de euros)



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

Crescimento potencial do PIB em Espanha a médio prazo

Nos últimos quatro anos, assistiu-se a uma sucessão de acontecimentos que podem ser descritos como «extremos»: primeiro, a COVID-19; depois a eclosão da guerra entre a Rússia e a Ucrânia e, mais recentemente, o conflito entre Israel e o Hamas. Tais acontecimentos deixaram pouco espaço para a análise das tendências subjacentes da nossa economia. Recentemente, em vários dos nossos Focus, abordámos aspetos mais estruturais, como a evolução da produtividade, tanto agregada como sectorial, ou a evolução da taxa de desemprego estrutural.¹ Neste artigo, centramo-nos na análise da evolução e das perspetivas de crescimento do PIB potencial. Trata-se de uma variável-chave, pois indica a tendência de crescimento da nossa economia. Significa o quanto a economia pode crescer de forma sustentada na ausência de choques, se toda a capacidade pro-

dutiva for utilizada e não forem gerados desequilíbrios. A quantificação do PIB potencial de uma economia não é, contudo, uma tarefa simples. Trata-se de uma variável que não é diretamente observada e cuja estimativa está rodeada de incertezas.

Como é que medimos o PIB potencial?

Há diversas formas de estimar o PIB potencial. O presente artigo opta pela abordagem da função de produção. Nos termos desta metodologia, o PIB pode ser modelado como uma função de um conjunto de fatores de produção, tipicamente o trabalho, o capital e a chamada produtividade total dos fatores (PTF).² Uma vez estabelecida esta relação, pode demonstrar-se que o crescimento do PIB é igual ao crescimento da PTF mais a soma ponderada do crescimento do trabalho e do capital.³

Espanha: pressupostos sobre o crescimento das componentes do fator trabalho

Taxa de desemprego estrutural (%)

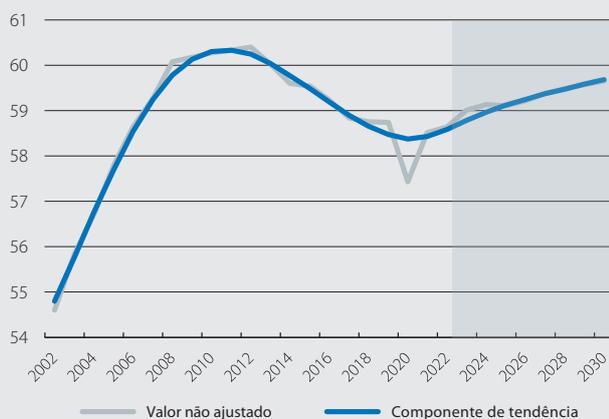


População em idade ativa (16-64 anos) Variação homóloga (%)



Taxa de atividade

População ativa com idade entre 16 e 64 anos (%)



Horas anuais trabalhadas por empregado



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

1. Ver os artigos «Produtividade em Espanha: muito espaço para melhorias», «A especialização sectorial penaliza a produtividade da economia espanhola» e «Como se poderia reduzir ainda mais o desemprego estrutural em Espanha», em IM10/2023, IM11/2023 e IM01/2024, respetivamente.
2. No presente artigo, falamos de três fatores de produção, mas a literatura tem analisado casos mais complexos em que são explicitamente considerados mais fatores, por exemplo, o capital humano.
3. A ponderação é dada pelo peso dos rendimentos do trabalho e do capital no PIB.

Medimos o fator trabalho como as horas trabalhadas na economia. As horas trabalhadas, por sua vez, podem ser divididas em quatro variáveis: as horas trabalhadas por empregado, a taxa de emprego (que é igual a um menos a taxa de desemprego), a taxa de participação da força de trabalho e a população em idade ativa (entre 16 e 64 anos).⁴ Uma vez que o objetivo é medir o PIB potencial, tomamos a taxa de desemprego estrutural em vez da taxa de desemprego observada.⁵ A decomposição acima permite uma melhor compreensão dos principais fatores subjacentes à evolução das horas trabalhadas.

Já o crescimento do capital é medido adicionando a formação bruta de capital fixo ao *stock* de capital em cada ano, após dedução da depreciação do *stock* de capital.⁶

A PTF é obtida como um resíduo, ou seja, a diferença entre o crescimento real do PIB menos a soma ponderada do crescimento do trabalho e do capital. A PTF capta tudo o que faz com que a produção cresça mais do que o permitido pela acumulação dos fatores de produção considerados (trabalho e capital). Assim sendo, a PTF capta os ganhos de produtividade, mas pode também captar outras dinâmicas, como a medição incorreta dos fatores de produção. Nomeadamente, como o fator trabalho no nosso modelo apenas tem em conta a evolução da quantidade de horas trabalhadas, a nossa estimativa da PTF inclui alterações na qualidade do fator trabalho, que, de acordo com outras análises, melhorou consideravelmente ao longo das últimas décadas.⁷

Por fim, uma vez obtida a evolução da PTF, do fator trabalho e do capital, definimos os valores potenciais de cada variável como a sua componente tendencial e a partir destes estimamos a evolução do PIB potencial.⁸ Naturalmente, o PIB observado pode ser inferior ou superior ao PIB potencial. Quando o PIB observado é inferior ao potencial, isso significa que existe uma subutilização da capacidade da economia e vice-versa. Considere-se, por exemplo, o período entre 2009 e 2012, que foi afetado pela crise financeira e das dívidas soberanas. Ao longo deste período, o PIB potencial diminuiu, visto que o choque que afetou a nossa economia reduziu a sua capacidade produtiva. O PIB observado diminuiu, no entanto, mais do que o PIB potencial, o que sugere que, para além da perda de capacidade produtiva a que a nossa economia foi sujeita, houve também uma subutilização dos recursos produtivos.

No presente artigo, centrar-nos-emos no cálculo do crescimento potencial do PIB e não na determinação do seu nível. Consequentemente, um crescimento do PIB observado superior ao crescimento do PIB potencial pode sugerir que o diferencial entre o PIB observado e o PIB efetivo está a

4. A taxa de atividade é definida como a soma dos desempregados e dos empregados sobre a população em idade ativa (16-64 anos).

5. A taxa de desemprego estrutural é definida como a taxa de desemprego compatível com uma inflação próxima do objetivo do banco central. Esta taxa não é observável e tem de ser estimada.

6. Obtém-se a taxa de amortização a partir das taxas de amortização associadas a cada subcategoria do *stock* de capital, ponderadas pelo peso de cada subcategoria no *stock* total.

7. Bontadini *et al.* (2023), «EUKLEMS & INTANTProd: industry productivity accounts with intangibles», fornece uma estimativa do impacto do aumento da qualidade do fator trabalho.

8. Para obter a componente de tendência, utilizamos o filtro Hodrick-Prescott.

Espanha: contribuições para o crescimento do potencial de horas trabalhadas

(p. p.)



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

diminuir (porque existia um diferencial negativo) ou que está a aumentar (porque o diferencial já era positivo) e que a economia está a sobreaquecer.

Pressupostos sobre a evolução das horas trabalhadas

Que hipóteses de crescimento são adotadas para cada uma das componentes que constituem a nossa previsão de horas trabalhadas?

O primeiro gráfico apresenta hipóteses sobre a evolução da taxa de desemprego estrutural, da população em idade ativa, da taxa de participação da população ativa e das horas trabalhadas por empregado.

Em relação à taxa de desemprego estrutural, adotamos a previsão da Comissão Europeia, que vai até 2025 e assume que a taxa de desemprego estrutural é reduzida para 11,3%. Posteriormente, partimos do princípio de que a taxa se mantém estável a este nível, uma hipótese que pode ser considerada conservadora, porque é plausível que a taxa de desemprego estrutural continue a descer. Relativamente à dinâmica da população em idade ativa, tomamos como base as projeções demográficas do INE (que para 2030, por exemplo, assumem um crescimento de 0,15%). No que respeita à taxa de participação da população ativa, pressupomos um ligeiro aumento ao longo do horizonte de projeção e, no que respeita às horas trabalhadas, tomamos como referência a descida média anual ocorrida entre 2014 e 2019 (-0,12%).

Partindo destes pressupostos, o segundo gráfico mostra o crescimento projetado das horas trabalhadas entre 2024 e 2030, e a repartição das contribuições de cada componente. As horas trabalhadas são inicialmente favorecidas por uma diminuição da taxa de desemprego estrutural. A partir de 2026, porém, partindo do princípio de que esta taxa estabiliza, este fator desaparece. Posteriormente, as tendências demográficas tornam-se mais proeminentes e conduzem a uma moderação gradual, mas sustentada, do crescimento do número de horas trabalhadas, devido a um abrandamento do crescimento da população em idade ativa.

Perspetivas de crescimento do PIB potencial

O terceiro gráfico mostra a comparação entre a evolução do crescimento do PIB potencial desde o início do milénio, conforme a nossa estimativa, e a evolução do crescimento do PIB desde o início do milénio. O crescimento do PIB potencial caiu durante a pandemia de 2020, embora menos do que o crescimento do PIB observado.⁹ Esta queda mais contida é atribuída ao facto de, de acordo com o nosso modelo, a queda acentuada das horas trabalhadas e do investimento serem considerados acontecimentos pontuais. De 2021 em diante, o crescimento do PIB potencial recuperou e estimamos que tenha atingido um pico em 2023.

As projeções para o crescimento potencial do PIB de 2024 a 2030 são apresentadas no quarto gráfico, detalhando a contribuição de diferentes fatores. Em termos gerais, prevemos que o crescimento potencial da economia se situe em torno de 1,7% no período de três anos entre 2024 e 2026, diminuindo gradualmente para 1,3% em 2030. Segundo as nossas previsões, o crescimento da PTF deverá regressar rapidamente à sua média histórica de 0,7% por ano ao longo do horizonte de projeção. Verifica-se uma diminuição progressiva da contribuição do fator trabalho, devido aos fatores demográficos acima referidos, que é parcialmente compensada por uma melhoria da contribuição do capital. O baixo nível de investimento registado entre 2021 e 2023 leva-nos a esperar uma recuperação nos próximos anos, o que deverá aumentar a contribuição do capital para o crescimento. A previsão de crescimento do PIB potencial a médio prazo de 1,3% é semelhante à apresentada por outras instituições. Por exemplo, o Banco de Espanha estima um crescimento potencial de 1,1% em 2030 na ausência dos fundos europeus do NGEU, mas, se os fundos do NGEU forem tidos em conta, aumenta a previsão para um intervalo entre 1,3% e 1,9%, dependendo dos pressupostos sobre o impacto dos fundos. A AIReF, por seu lado, estima um crescimento potencial de 1,3% a médio prazo (a partir de 2028).¹⁰

A incerteza em torno das previsões de crescimento do PIB potencial é elevada devido a vários fatores, desde questões técnicas na medição e especificação do modelo até aos pressupostos subjacentes às previsões. Como exemplo da incerteza quanto a este último ponto, consideramos dois exercícios de sensibilidade.

- O primeiro analisa o efeito de uma nova redução da taxa de desemprego estrutural. Mais especificamente, partindo do princípio de que continua a diminuir para além de 2025, a um ritmo de 0,3 p.p. por ano,¹¹ esta alteração faria com que a taxa de desemprego estrutural ficasse ligeiramente abaixo dos 10% em 2030 e aumentaria o crescimento potencial da economia em 0,2 p.p. para 1,5% em 2030.

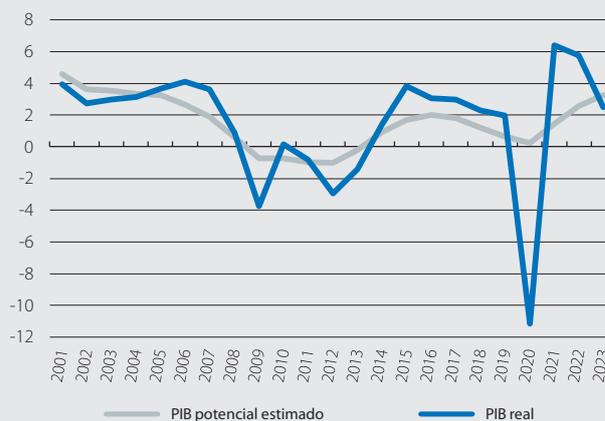
9. O Banco de Espanha e a Comissão Europeia obtiveram resultados semelhantes. O Banco de Espanha estima que o crescimento potencial do PIB em 2020 seja de cerca de 0,0% (ver Cuadrado, P. *et al.* «O crescimento potencial da economia espanhola após a pandemia», n.º 2208, Banco de Espanha, 2022) e a Comissão, 0,3%.

10. Ver Cuadrado, Pilar, *et al.* «O crescimento potencial da economia espanhola após a pandemia», n.º 2208, Banco de Espanha, 2022, e o «Relatório sobre as linhas fundamentais dos orçamentos das administrações públicas 2024» do AIReF.

11. Trata-se de um ritmo semelhante ao da redução média anual da taxa de desemprego estrutural registada no período 2014-2019 (0,4 p. p. por ano).

Espanha: PIB vs. PIB potencial

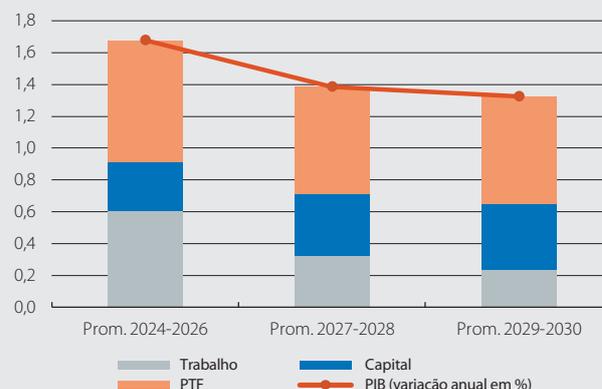
Varição anual (%)



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

Espanha: crescimento potencial do PIB, contribuições

(p.p.)



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

- Este segundo exercício considera um cenário com uma taxa de crescimento do investimento mais elevada.¹² Mais concretamente, pressupõe-se que o investimento cresça mais 1 p.p. por ano até 2030. Se este cenário se concretizar, o crescimento potencial do PIB aumentará gradualmente para 1,5% em 2030. Tal aumento poderia ser superior se, além disso, fosse tido em conta o efeito sobre o crescimento da produtividade na economia.

Em resumo, prevemos que o crescimento potencial da economia espanhola seja, em média, de 1,7% entre 2024 e 2026, mas que se modere a partir daí devido a fatores demográficos, atingindo 1,3% em 2030. Com a perspetiva de um crescimento potencial moderado a médio prazo, há uma necessidade urgente de reformas estruturais para impulsionar o investimento, melhorar a eficiência do mercado de trabalho e promover um maior crescimento da produtividade.

12. Os resultados mais favoráveis poderão ser explicados por um impacto mais forte do que o atualmente previsto dos fundos do NGEU na economia.

Inovação em Espanha: ligeiramente abaixo da UE

A inovação é uma variável fundamental para aumentar o crescimento potencial das economias. No presente artigo, analisamos a evolução em Espanha do índice de inovação construído pela Comissão Europeia, a fim de lançar alguma luz sobre esta questão. A construção deste índice¹ baseia-se em 32 indicadores agrupados em 12 dimensões, tais como: atração de talentos, investimento em investigação e desenvolvimento e utilização de tecnologias da informação. Entre as 38 economias europeias analisadas, a Ucrânia registou em 2023 o valor mais baixo do índice (33 pontos) e a Suíça o mais elevado (151 pontos). Aliás, o índice médio da UE de 108,5 pontos em 2023² era 11% inferior ao dos EUA, o paradigma da inovação.

A Espanha em comparação com a UE: há margem para melhorias

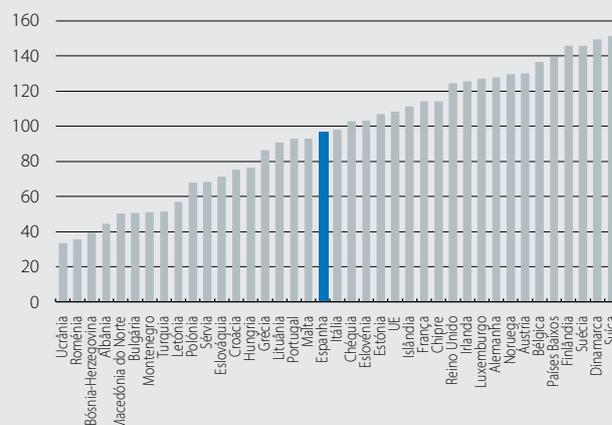
O índice de inovação em Espanha, em 2023, situou-se em 96 pontos, 11% abaixo da média da UE. Quando este índice foi introduzido, há sete anos, a Espanha estava 13% abaixo da média da UE, pelo que, embora tenha reduzido a diferença em relação à Zona Euro, ainda se situa abaixo dela. Relativamente aos apagar principais pares europeus, em 2023, o índice em Espanha estava 15% abaixo dos níveis de França, 25% abaixo da Alemanha, 1% abaixo de Itália, mas 4% acima de Portugal.

Tendo em conta estes dados, porque é que a Espanha está um pouco atrás da UE e dos apagar principais parceiros europeus em termos de inovação? Em resposta a esta questão, comparamos a Espanha com a média europeia em 2023 em algumas dimensões-chave do índice de inovação.

No terceiro gráfico, os resultados mostram que Espanha está claramente melhor do que a UE na fração de trabalhadores com competências digitais avançadas e relativamente próxima no emprego em profissões intensivas em conhecimento. Quanto ao grau de inovação das PME e à despesa em I&D do sector privado, são duas dimensões que têm de ser melhoradas (pois estão muito atrasadas). O facto de a Espanha estar comparativamente em melhor situação em termos de competências digitais avançadas e de emprego em tecnologia transmite uma mensagem de esperança quanto à redu-

1. O índice é normalizado pela dimensão da população de cada país ou região, de modo a que os resultados não sejam determinados pela população.
2. 100 em 2016. As médias da UE são sempre ponderadas pelo peso da população de cada país.

Índice de inovação 2023: comparação europeia



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

Comparação do índice de inovação Espanha vs. UE



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

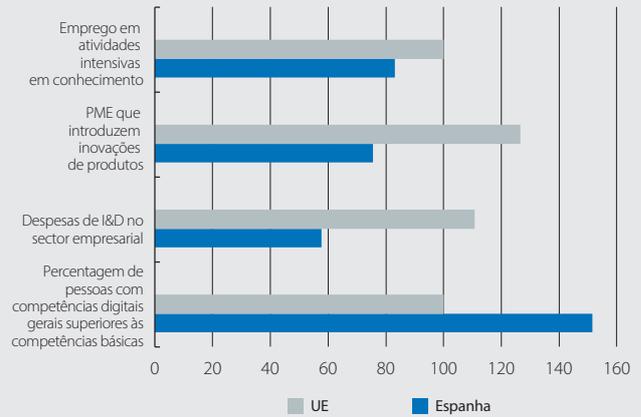
ção do fosso com a Europa. Três reflexões são, em todo o caso, incontornáveis. Em primeiro lugar, é essencial que não haja *skill mismatches*, de modo a que estas competências possam ser combinadas com empregos com elevado potencial de inovação. Os dados disponíveis até à data indicam que o alinhamento das competências da oferta de trabalho com o que as empresas pedem é uma questão pendente para a economia espanhola.³ Em segundo lugar, um maior investimento em I&D é essencial para dar o salto qualitativo. E, em

3. 76% das empresas referem um défice de competências entre as necessidades das suas organizações e a formação oferecida pelo sistema universitário. Simultaneamente, 79% das empresas referem um défice de competências entre os candidatos com formação profissional. Ver Canals, J. (2020), «Changes in the portfolio of skills needed by Spanish companies following COVID-19».

terceiro lugar, é imperativo que, num país em que as *PME* são uma parte muito importante do tecido produtivo, os avanços na inovação sejam amplamente difundidos no tecido empresarial e que as *PME* ganhem escala.⁴

Subpilares do índice de inovação: comparação entre Espanha vs. UE

Rácio entre a Espanha e a UE (%)



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

4. O nível de produtividade das grandes empresas em Espanha é mais do dobro do das microempresas. Adicionalmente, vários estudos sublinham que as grandes empresas têm uma maior propensão para investir em ativos intangíveis. Porém, o peso das médias e grandes empresas na economia espanhola é inferior ao de outros países. Em Espanha, cerca de 35% do emprego está em empresas com mais de 50 trabalhadores, uma proporção que aumenta para 66% na Alemanha.

A economia espanhola continua a reduzir a sua dívida externa

Passado o choque da pandemia, a economia espanhola retomou o caminho da correção de um dos seus clássicos desequilíbrios, o endividamento externo; para isso contribui a elevada capacidade de financiamento que tem conseguido manter. A este respeito, Espanha não só acumulou 12 anos consecutivos com capacidade de financiamento, como também atingiu um novo máximo histórico em 2023 (3,7% do PIB vs. 1,5% no ano anterior),¹ em resultado dos excedentes registados pelas balanças correntes e de capital (2,6% e 1,1%, respetivamente): no primeiro caso, reflete a competitividade crescente do nosso tecido produtivo, enquanto os fundos europeus ligados ao programa NGEU têm um impacto no excedente da balança de capitais. Mesmo com a eclosão da pandemia e a subsequente crise energética, a economia espanhola conseguiu manter a sua capacidade de financiamento, o que demonstra o carácter estrutural da melhoria do desequilíbrio externo.

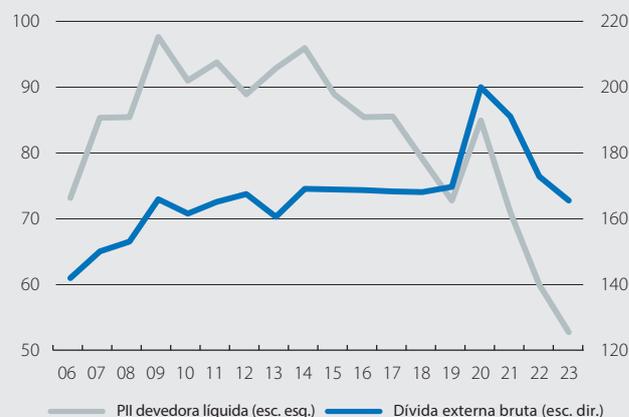
Como resultado do acima exposto, o saldo devedor da posição líquida de investimento internacional (PLII) da Espanha, que mede a diferença entre ativos e passivos financeiros em relação ao resto do mundo, foi ainda mais reduzido no ano passado para 771.383 milhões de euros, 52,8% do PIB, o melhor registo desde 2003 (60,0% em 2022). Embora se trate ainda de um nível elevado, muito acima do limiar de 35,0% estabelecido pela Comissão Europeia no âmbito do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM),² a redução acumulada nos últimos anos é muito assinalável: nada menos que 45 pontos desde o pico de 2009.

Deve ser feita uma menção especial à redução significativa da PLII devedora do Banco de Espanha de 18,5% do PIB em 2022 para 8,7% um ano depois. Este comportamento foi condicionado pelo fim das compras de ativos pelo BCE,³ que começou a anular o efeito negativo que estas compras tinham gerado mecanicamente no período 2015-2022 na PLII do Banco de Espanha, através da sua posição face ao Eurosistema, e pelos desembolsos dos fundos do NGEU.⁴

1. No período 2000-2008, pelo contrário, a economia registou uma necessidade de financiamento de 5,6% do PIB, em média, por ano.
2. Um mecanismo de vigilância destinado a prevenir e corrigir desequilíbrios macroeconómicos nos países da UE.
3. As aquisições líquidas terminaram em 2022, tanto para o Programa de Aquisição de Emergência por Pandemia (PEPP) como para o Programa de Aquisição de Ativos (APP), enquanto as aquisições brutas terminaram em 2023 para o APP.
4. A entrada de fundos sob a forma de subvenções tem um impacto inicial na conta financeira do Banco de Espanha (como uma diminuição do passivo) e das Administrações Públicas (aumento dos passivos). Ver <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/docs/notaNGEU.pdf>

Espanha: PII devedora líquida e dívida externa bruta

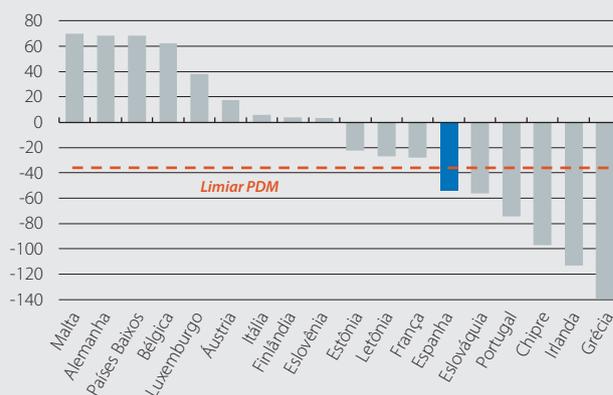
(% sobre o PIB)



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

Zona Euro: PII líquida

(% do PIB)

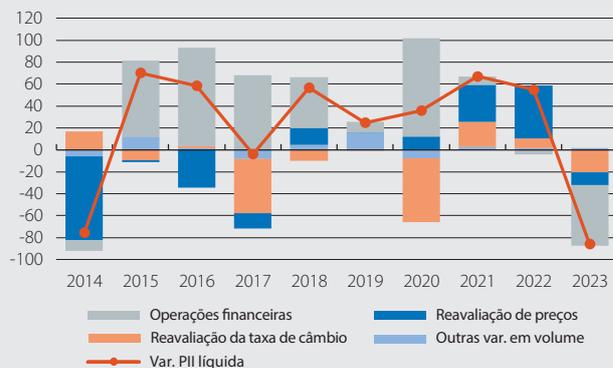


Nota: Dados do 3T 2023.

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

Espanha: variação anual da PII líquida por componente *

(Milhares de milhões de euros)



Nota: * Sem Banco de Espanha.

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

Excluindo o Banco de Espanha, o saldo devedor da PII da economia aumentou em 2023 85.723 milhões de euros, algo que não acontecia desde 2017, para um total de 644.104 milhões de euros. Esta degradação resultou de efeitos de valorização líquidos negativos (devidos a variações cambiais e/ou de preços) e, sobretudo, do montante negativo das operações financeiras com o exterior. Ou seja, o aumento líquido das responsabilidades sobre o exterior excedeu o aumento dos ativos (entradas líquidas de capital) (ver gráfico 3). Quanto aos efeitos de valorização, as taxas de câmbio tiveram um impacto negativo mais forte nos ativos, principalmente devido à depreciação do dólar, que foi muito acentuada na última parte do ano. No caso dos preços, o seu aumento afetou os passivos em maior medida, dado o seu maior volume.

Os instrumentos financeiros, com exceção dos derivativos, aumentaram todos o seu saldo devedor em 2023, especialmente o investimento em carteira, devido ao impacto dos preços e das operações financeiras negativas com o exterior (o passivo cresceu mais do que o ativo). Em relação ao investimento direto,⁵ a deterioração deveu-se principalmente ao impacto da taxa de câmbio,⁶ enquanto que em relação ao outro investimento se deveu principalmente a entradas líquidas de capital.

Sectorialmente, apenas os outros sectores residentes (OSR) reduziram o seu saldo devedor em termos de volume, tendo registado o saldo mais baixo desde 2000. Em contrapartida, tanto as administrações públicas (AP) como, em particular, as instituições financeiras monetárias (IFM) pioraram a sua posição, passando de credoras a devedoras.

Quanto à dívida externa bruta,⁸ esta retomou a trajetória ascendente interrompida em 2022 e cresceu fortemente em volume, para 2.419 biliões de euros, face a 2327 biliões de euros no ano anterior. No entanto, em resultado do crescimento do PIB nominal, o rácio da dívida em relação ao PIB continuou a diminuir para 165,5% (172,8% anteriormente), melhorando mesmo em relação aos registos pré-pandémicos (169,7% em 2019). Por sector, a redução da dívida bruta concentrou-se nas Administrações Públicas (44,0% do PIB, apenas menos 1 décimo de ponto per-

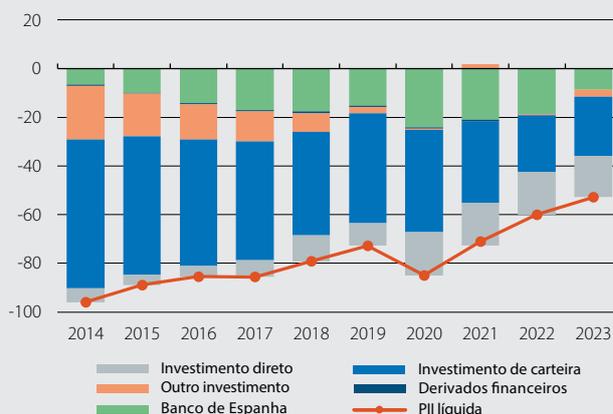
5. Ações e outras formas de participações, lucros reinvestidos, investimentos imobiliários e financiamento entre empresas que são partes relacionadas.

6. Todavia, dado o notável aumento do PIB nominal (8,6%), o saldo devedor do investimento direto em termos do PIB melhorou ligeiramente no ano passado (16,8% vs. 17,4% em 2022).

7. Principalmente empréstimos, *repos* e depósitos.

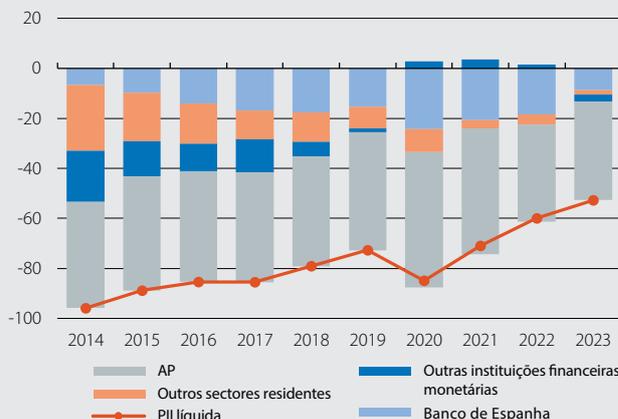
8. Compreende o saldo de todos os passivos que dão origem a obrigações de pagamento futuro (capital e/ou juros), ou seja, é constituído pelos instrumentos financeiros incluídos no passivo do PII, com exceção dos instrumentos de capital (ações, outras participações e ações/unidades de participação de fundos de investimento) e dos derivativos financeiros.

Espanha: PII líquida por instrumentos financeiros (% do PIB)



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

Espanha: PII líquida por sectores institucionais (% do PIB)



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

tual do que em 2022), OSR (20,3% vs. 21,6%) e, sobretudo, o Banco de Espanha (36,3% vs. 46,9%). Neste último caso, uma vez concluída a compra de dívida pública pelo Euro-sistema, uma parte da dívida deixou de ser detida pelo Banco de Espanha e reverteu para não residentes. Contudo, a dívida das IFM cresceu quase 6 pontos percentuais para 46,4% do PIB, o rácio mais elevado desde 2012, devido a entradas de capital canalizadas principalmente sob a forma de depósitos.

Para além da evidente tendência de redução do endividamento externo, outra notícia positiva que contribui para mitigar a vulnerabilidade da economia a eventuais choques nos mercados financeiros, sobretudo num contexto de taxas de juro elevadas, é a composição destes passivos: principalmente as emitidas pelo sector público (48% corresponde à dívida das Administrações Públicas e do Banco de Espanha), a longo prazo, a taxas de juro fixas e denominada em euros, reduzindo assim os riscos de refinanciamento, de taxa de juro e de taxa de câmbio.⁹

9. Banco de Espanha (2023): Relatório de Estabilidade Financeira, outono.

Um ano extraordinário para o sector da restauração em Espanha

O sector do turismo tem sido uma fonte de boas notícias para a economia espanhola desde o fim das restrições à mobilidade e à interação social em 2022. Apesar de ter sido um dos sectores mais afetados pelas consequências da pandemia, o turismo espanhol registou uma rápida recuperação, que ficou concluída em 2023. Ao mesmo tempo, e beneficiando desta extraordinária reativação do turismo, o sector da restauração também se destaca como um dos mais dinâmicos. O sector teve um volume de negócios de cerca de 100 mil milhões de euros em 2023, um valor recorde, representando um crescimento de 9,2% em relação a 2022 e excedendo as vendas de 2019 em 6%. Adicionalmente, o sector da restauração também estabeleceu um recorde de trabalhadores, empregando 1,4 milhões de trabalhadores em 2023, mais 4,5% do que em 2022. A pandemia obrigou, no entanto, a um certo processo de consolidação nos últimos anos, já que há menos 8% de empresas de restauração ativas, cerca de 232.000 empresas em 2023, distribuídas por 263.500 estabelecimentos, onde predominam os bares e cafés (62% do total).

Os indicadores de consumo baseados em dados internos de despesas com cartões confirmam esta dinâmica no sector da restauração.¹ Como se pode ver nos gráficos em anexo, as despesas na restauração diminuíram consideravelmente devido às restrições pandémicas (especialmen-

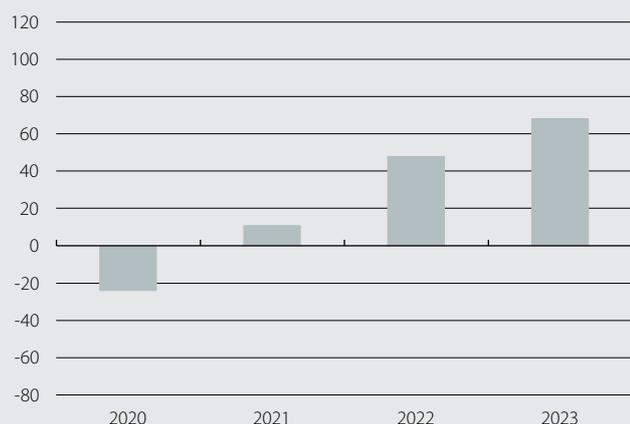
te nos cartões estrangeiros, em resultado das restrições de mobilidade), mas a partir de meados de 2021, as despesas com cartões espanhóis (e a partir do final de 2021 com cartões estrangeiros) já estavam acima dos níveis de 2019. Os gastos continuaram a registar um forte crescimento em 2023, sobretudo por parte dos turistas estrangeiros. Tal crescimento corresponde também ao aumento dos preços no sector (6,6% em média em 2023), que repercutiu em grande parte os aumentos de custos que sofreu – não se deve esquecer que a restauração esteve exposta aos aumentos dos preços da energia e, sobretudo, dos produtos alimentares.

Em que medida esta recuperação do sector foi impulsionada pelo *boom* do turismo internacional em 2023? Conforme dados internos, 28% dos estabelecimentos de restauração dependem dos gastos dos turistas, 10% dos quais dependem de turistas internacionais.² É evidente que a situação não é homogénea entre as regiões. A necessidade de turistas internacionais é particularmente elevada nas províncias com maior atração fora das nossas fronteiras: as Ilhas Baleares, Málaga, Las Palmas e Santa Cruz de Tenerife seriam as províncias mais beneficiadas, uma vez que pelo menos 35% das suas despesas provêm de cartões estrangeiros (no caso das Ilhas Baleares, mais de 55%). A nível dos gastos dos turistas nacionais,³ o

Espanha: Indicador de Consumo CaixaBank. Gastos em restauração em 2023

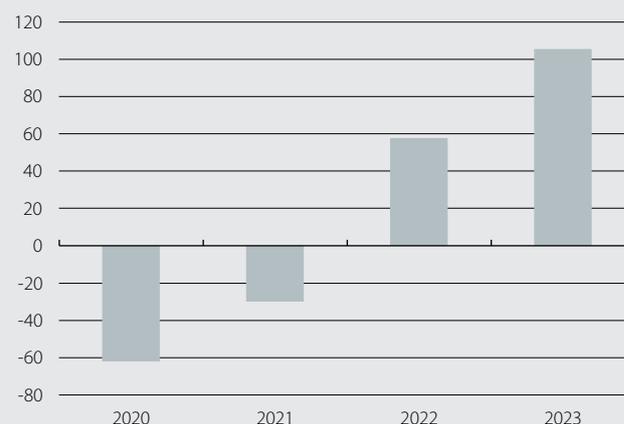
Cartões espanhóis

Variação relativamente ao mesmo período de 2019 (%)



Cartões estrangeiros

Variação relativamente ao mesmo período de 2019 (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos sobre as despesas com cartões no sector da restauração.

1. O Indicador de Consumo CaixaBank Research acompanha a evolução do consumo em Espanha através de técnicas de *big data*, com base em dados internos devidamente anonimizados, através de gastos com cartões emitidos pelo CaixaBank, gastos em terminais POS CaixaBank e levantamentos em caixas automáticas CaixaBank. Para mais pormenores sobre a metodologia, consulte https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2023/11/13/49/Nota%20Metodologica_RTE.pdf.

2. Um estabelecimento é considerado dependente do turismo se as despesas efetuadas por turistas nacionais ou estrangeiros representarem pelo menos 33% do volume de negócios anual total.

3. Consideram-se despesas de turistas nacionais as despesas efetuadas com cartão fora da província de residência do titular do cartão emitido pelo CaixaBank.

padrão não é tão claro como no caso dos turistas internacionais, mas destacam-se os casos de Ávila, Soria, Zamora, Segóvia e Teruel, onde as despesas dos turistas espanhóis representam pelo menos 50% do total das despesas de restauração da província.

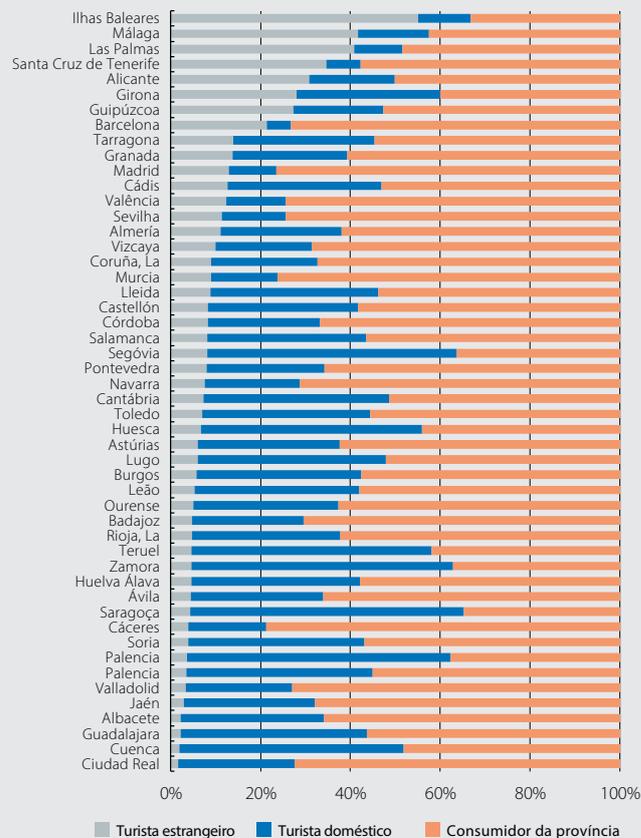
É de notar que a maior parte das despesas no sector da restauração se concentra nos meses de verão, com pelo menos 30% do volume de negócios do sector a ocorrer entre julho e setembro. Mais uma vez, a heterogeneidade entre as províncias é bastante elevada. Destaca-se a forte sazonalidade das receitas do sector nas Ilhas Baleares, em Girona e na Cantábria, com mais de metade das receitas anuais nestes três meses do ano. Em contrapartida, Córdoba, Sevilha, Saragoça, Madrid e as Ilhas Canárias, entre outros, representam entre 30% e 35% das suas receitas totais nestes meses do ano.

Perspetivas para os próximos meses

Atingidos os valores anteriores à pandemia, e num contexto de normalização das taxas de crescimento económico, os indicadores da atividade turística continuam a surpreender positivamente. Contudo, é previsível que o crescimento do sector do turismo tenda também a normalizar-se, uma vez atingidos os níveis pré-pandémicos em 2023.⁴ Ainda assim, prevemos um crescimento do PIB turístico de 1,5% em 2024, embora o início do ano esteja a revelar-se melhor do que esta previsão indicaria. Diante desse cenário, o sector de restauração deverá manter o bom tom do ano passado, dadas as perspetivas positivas para o consumo privado, graças ao ganho de poder de compra das famílias (os salários crescem acima da inflação) e à expectativa de moderação dos custos de produção.

4. Para mais informações sobre os factores que afectarão o sector do turismo nos próximos meses, consulte o artigo «Balanço e perspetivas do sector turístico espanhol: força e resiliência» do último *Relatório do Sector do Turismo*.

Espanha: Indicador de Consumo CaixaBank. Estrutura do gasto em restauração
(% do total do gasto em restauração da província)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos sobre os gastos com cartões no sector da restauração.

Espanha: gastos com restauração entre julho e setembro
(% das despesas provinciais com restauração em 2023)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos sobre os gastos com cartões no sector da restauração.

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	01/24	02/24	03/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	-1,1	0,5	-2,3	-2,2	-0,5	0,3	1,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,6	-4,5	-5,4	-8,2	-8,1	-5,1	-4,5	-5,6
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	49,2	51,5	51,4
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,1	-1,8	1,7	4,3	0,2	0,4	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,3	10,1	3,3	-3,1	-8,9	-10,4	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	3,5	3,6	4,5	4,2	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	90,6	40,7	21,9	18,9	17,1	16,2	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	52,1	54,7	56,1
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,3	2,5	2,6	2,4	2,1	2,9	0,5	1,9	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	7,3	9,9	-4,7
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-22,5	-19,1	-16,1	-19,1	-18,7	-17,3	-16,0
Mercado de trabalho									
População empregada ²	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 ³	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	01/24	02/24	03/24
Inflação global	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,4	2,8	3,2
Inflação subjacente	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	3,6	3,5	3,3

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	01/24	02/24	03/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	20,5	12,3	4,5	-1,4	-2,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	24,0	10,7	-1,2	-7,2	-7,8	...	...
Saldo corrente	8,2	38,0	22,3	28,7	35,8	38,0	40,8	...	...
Bens e serviços	16,3	60,3	31,5	42,6	54,6	60,3	61,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-8,1	-22,3	-9,2	-14,0	-18,8	-22,3	-20,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,7	53,9	36,6	42,6	50,0	53,9	56,5	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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	01/24	02/24	03/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	1,7	0,4	-0,3	0,4	1,5	2,3	...
À vista e poupança	7,9	-4,5	0,3	-4,0	-6,9	-7,6	-7,6	-7,0	...
A prazo e com pré-aviso	-19,7	51,9	7,7	40,1	69,5	90,4	106,2	109,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	-0,4	38,4	...
TOTAL	5,2	1,1	2,1	0,8	0,5	1,0	1,4	4,7	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	-2,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,7	-3,2	-2,8	...
Empresas não financeiras	0,9	-3,4	-1,0	-2,7	-4,6	-5,2	-4,4	-3,9	...
Famílias - habitações	1,0	-2,6	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,0	-2,8	...
Famílias - outros fins	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	...
Administrações Públicas	0,2	-3,4	-0,2	-3,3	-4,6	-5,5	-2,1	-1,8	...
TOTAL	0,7	-2,6	-0,9	-2,3	-3,4	-3,8	-3,1	-2,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e esvaziado. 2. Estimativa EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. 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

