

IM06

INFORMAÇÃO MENSAL
JUNHO 2024



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

A palavra de ordem no novo cenário internacional: divergência

ECONOMIA INTERNACIONAL

Sector imobiliário chinês: um diagnóstico atualizado

ECONOMIA PORTUGUESA

Ajustamento ao cenário macroeconómico
Turismo: como fechou 2023 e como abriu 2024
Virámos a página do panorama orçamental... e agora?

ECONOMIA ESPANHOLA

Novo cenário económico: a economia espanhola volta a surpreender pela positiva

DOSSIER: UNIDOS NA DIVERSIDADE: OS DESAFIOS ECONÓMICOS DA EUROPA

Momento Europa: é altura de reforçar a nossa competitividade

Inteligência artificial: desafios e oportunidades para a Europa

Crescimento da produtividade na Europa: baixo, desigual e em desaceleração

Porque é que a Europa precisa de uma União dos Mercados de Capitais?

INFORMAÇÃO MENSAL

Junho 2024

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

BPI Research (UEEF)

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

10 de junho de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A palavra de ordem no novo cenário internacional: divergência*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Sector imobiliário chinês: um diagnóstico atualizado*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Ajustamento ao cenário macroeconómico*

23 *Turismo: como fechou 2023 e como abriu 2024*

25 *Virámos a página do panorama orçamental... e agora?*

28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *Novo cenário económico: a economia espanhola volta a surpreender pela positiva*

32 *Observatório Sectorial CaixaBank: um olhar sobre a evolução da economia espanhola na perspetiva dos seus sectores de atividade*

35 DOSSIER: UNIDOS NA DIVERSIDADE: OS DESAFIOS ECONÓMICOS DA EUROPA

35 *Momento Europa: é altura de reforçar a nossa competitividade*

37 *Inteligência artificial: desafios e oportunidades para a Europa*

39 *Crescimento da produtividade na Europa: baixo, desigual e em desaceleração*

41 *Porque é que a Europa precisa de uma União dos Mercados de Capitais?*

Resiliência, boas tendências... mas há riscos que espreitam

Nesta publicação divulgamos o cenário macroeconómico e financeiro global recentemente ajustado, que inclui também uma atualização das nossas perspetivas para a economia portuguesa em 2024 e 2025. Destas, evidencia-se sobretudo a resiliência da atividade e do emprego em Portugal perante os múltiplos choques que têm surgido, desde logo com a crise covid e culminando com o disparo da inflação, a que se seguiu o maior e mais rápido aumento dos juros de que há memória (pelo menos, na região do euro). A esta resiliência somam-se evoluções benignas dos equilíbrios/desequilíbrios internos e externos – contas públicas, contas externas, indicadores de alavancagem – que refletem uma recomposição saudável dos balanços de famílias, empresas e Estado. Esta perspetiva positiva transparece nas melhorias de *rating* da República e também nas atualizações recentes de cenário por instituições de referência (nacionais e internacionais) sem que, todavia, o cenário não esteja isento de riscos ou potenciais escolhos, que importa também recordar.

O novo enquadramento macro e respetivas alterações são detalhados num capítulo desta publicação, onde se explica que as principais mudanças ao cenário anterior decorrem sobretudo da incorporação dos indicadores mais recentes, não se pondo em causa a trajetória antes traçada. Desta trajetória de fundo destaca-se o crescimento económico, que se espera suportado e superior ao crescimento da zona euro; o mercado de trabalho, robusto num contexto em que coexistem aumentos da população ativa e criação menos vigorosa de emprego, enquanto os inquéritos ao sector empresarial continuam a reportar necessidades de mão de obra por satisfazer; abrandamento dos preços dos imóveis residenciais, num contexto em que a atividade no sector dá mostras de reativar e os preços mostram evoluções positivas, mas mais moderadas.

Uma das temáticas mais relevantes na elaboração de cenários macro para Portugal a médio prazo é a avaliação de tendências e riscos no contexto das contas do Estado. De facto, apesar dos bons desenvolvimentos desde a pandemia, com retorno a excedentes orçamentais expressivos e redução muito significativa do rácio da dívida, este é um tema sempre presente, pois a dívida pública mantém-se muito próximo dos 100% do PIB. Esta temática é abordada num capítulo desta publicação, onde se detalham os pressupostos inerentes às nossas projeções e se evidenciam alguns riscos. Neste capítulo, os pressupostos são muitíssimo relevantes e, em concreto, as nossas projeções assentam na expectativa de que o crescimento nominal médio se situe ligeiramente acima de 4% nos próximos dois anos (em 2021-2023 excedeu 10%, em média); as taxas de juro desçam nos prazos mais curtos e estabilizem em torno de 3% nas maturidades mais longas (10 anos); finalmente, assentam na premissa de que a política orçamental permanecerá cautelosa, garantindo excedentes, ainda que decrescentes. Se estes pressupostos se verificarem, o rácio de dívida pública manterá a trajetória de redução e poderá convergir para os 90% no final de 2025.

Os principais fatores de risco ao cenário que apresentamos são externos, relacionam-se com os equilíbrios geoestratégicos globais, com a evolução dos conflitos que grassam às portas da Europa, com eventuais efeitos desfasados do endurecimento da política monetária ou com potenciais convulsões nos mercados financeiros internacionais. A nível interno, como também realça o Banco de Portugal no mais recente Relatório de Estabilidade Financeira, um dos principais fatores de risco advém dos desafios que se colocam à política orçamental no atual enquadramento, referindo que o sector público continua relativamente exposto a um cenário de taxas de juro mais elevadas ou volatilidade nos mercados financeiros. Este não é o cenário central e é certo que existem mitigantes, como sejam o menor grau de alavancagem da economia, mas é um risco que importa monitorar/evitar dado o potencial impacto desfavorável sob os restantes sectores de atividade.

Paula Carvalho
Lisboa, 12 de junho de 2024

Cronologia

MAIO 2024

- 31** A agência Standard & Poor's baixa a notação de crédito de França de AA a AA-.

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 de que há registo (1880).
19 O Japão torna-se o quinto país a alunar (pousar na Lua).

ABRIL 2024

- 9** O programa Copernicus da UE indica que março de 2024 é o décimo mês consecutivo de recorde de temperatura desde o início dos registos.

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.

Agenda

JUNHO 2024

- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
6 Conselho do Banco Central Europeu.
11 Portugal: volume de negócios na indústria (abril).
11-12 Comité de Mercado Aberto da Reserva Federal.
17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
18 Portugal: população residente (2023).
21 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
 Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
 Portugal: preços da habitação (1T).
24 Portugal: contas nacionais por sector institucional (1T).
25 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
27 Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
 Portugal: rácio NPL (1T).
27-28 Conselho Europeu.
28 Espanha: IPC flash (junho).
 Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
 Portugal: IPC flash (junho).

JULHO 2024

- 1** Portugal: emprego e desemprego (maio).
2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
 Zona Euro: IPC flash (junho).
10 Espanha: contas financeiras (1T).
15 China: PIB (2T).
18 Conselho do Banco Central Europeu.
19 Portugal: *rating* DBRS.
22 Espanha: empréstimos, depósitos e taxa de crédito malparado (maio).
25 Portugal: carteira de empréstimos e depósitos (junho).
 EUA: PIB (2T).
26 Espanha: Inquérito ao emprego (2T).
30 Espanha: crescimento do PIB (2T).
 Espanha: IPC flash (julho).
 Portugal: PIB flash (2T).
 Zona Euro: PIB (2T).
 Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
30-31 Comité de Mercado Aberto da Fed.
31 Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
 Portugal: IPC flash (julho).
 Portugal: execução orçamental (junho).
 Zona Euro: IPC flash (julho).

Quo Vadis Europa?

As eleições legislativas de junho passado realizaram-se num momento crucial do processo de construção europeia, tendo em conta os desafios económicos, políticos e sociais que o nosso continente terá de enfrentar nos próximos anos. Muitos destes desafios são analisados no nosso dossier da *Informação Mensal* dedicado ao tema. Desde a perda de competitividade num mundo sujeito a uma reconfiguração das cadeias de valor e das relações entre blocos económicos, aos desafios financeiros que estarão envolvidos no reforço de uma política de defesa em plena transição energética, sem esquecer os desafios ligados ao alargamento e a necessidade de reforçar o quadro institucional.

Se a Europa só avança em tempos de crise, como ficou demonstrado nos últimos 15 anos com os fundos das ONGs (Covid) ou a supervisão única (crise financeira), a oportunidade é imbatível tendo em conta o atual contexto geopolítico internacional exigente. Este momento *Zeitenwende* (ponto de viragem ou mudança de era), numa expressão recentemente utilizada por Macron e Scholz, deve ser encarado de forma ambiciosa para lançar as bases da união económica e política para as próximas décadas. A alternativa é hesitar, duvidar, adiar decisões, um regresso do avatar hamletiano que representou a União Europeia muitas vezes ao longo da sua história, como Timothy Garton Ash nos lembrou no seu excelente «Europa, uma história pessoal». E o risco desta inação é a «morte da Europa» tal como a conhecemos hoje, como o Presidente da República Francesa deixou claro nas últimas semanas, não sem algum drama.

Por conseguinte, a solução para os desafios, como quase sempre, é mais, e não menos, Europa. Manter o ritmo de transferência de soberania para as instituições europeias, conscientes de que o progresso na união orçamental ou política enfrentará forças centrífugas de todo o tipo, numa altura em que o próximo alargamento complicará todo o quadro institucional (e financeiro). Neste contexto, o leque de questões económicas prioritárias para avançar na UEM não é muito diferente do que existia antes das eleições europeias de 2019: concluir a união bancária com um fundo europeu de seguro de depósitos, promover a união dos mercados de capitais e a integração dos mercados de serviços, reforçar o papel do euro como moeda de reserva internacional ou criar um ativo europeu isento de risco. É verdade que a situação tem sido exigente, atrasando os progressos em questões estruturais que exigiam um elevado grau de consenso, mas é cada vez mais importante fechar potenciais vias navegáveis se quisermos fazer progressos na União Económica e Monetária. Entretanto, no

horizonte surge um trilema de política económica que deve ser abordado a médio prazo, composto por três eixos: nova política de segurança e defesa, autonomia estratégica aberta e transição energética. Um enorme desafio financeiro que obrigará a recompor o quadro plurianual de financiamento e a enquadrar-se nos limites que o novo Pacto de Estabilidade poderá implicar, tendo em conta que os cofres europeus estão esgotados depois de terem de acomodar os últimos choques de oferta sofridos nos últimos anos, como comprovam os atuais rácios da dívida pública na UE-27 (82,6%) ou na UEM (89,9%). Muitos desafios terão, por conseguinte, de ser enfrentados com uma margem de manobra orçamental limitada e com um BCE que terá de adaptar a dimensão da sua carteira de dívida pública a um ambiente muito diferente daquele que justificou a utilização intensiva de instrumentos não convencionais.

Com a análise dos desafios a enfrentar coberta com a publicação dos Relatórios Letta e, em breve, a de Draghi (inovação, competitividade, escala, défice de poupança, segurança económica e de defesa, fornecimento de bens públicos europeus, etc.), resta começar a trabalhar. O grau de ambição da próxima legislatura determinará o peso da região num mundo irreversivelmente condenado a uma divisão em blocos, o que aumenta o risco de não reduzir a dependência energética ou tecnológica (chips, IA, etc.) ou de manter o crescimento numa área próxima da «estagnação secular». Os equilíbrios políticos na região não facilitarão a tarefa e poderão levar a que os próximos avanços sejam feitos a várias velocidades face à relutância de certas jurisdições em ceder mais soberania; entretanto, um novo alargamento, com uma complexidade não negligenciável, terá de ser abordado, tendo em conta os países envolvidos. Pode parecer que há demasiadas coisas em cima da mesa, mas a única coisa que não é permitida na encruzilhada que a Europa enfrenta é a paralisia e a complacência.

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	5,00	4,00
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,35	3,35
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,90	3,50
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,90	3,30
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	4,00	3,60
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	3,15	2,40
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,25
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,93	2,28
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,30
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,98	2,38
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,03	2,46
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	2,30	2,42
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,43	2,57
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,85	3,00
Prémio de risco	11	158	73	105	98	85	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,51	2,66
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,57	2,75
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,75	3,00
Prémio de risco	19	297	65	97	63	75	80
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,06	1,10
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,84	0,86
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	86,0	78,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	81,1	70,9

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	4,4	2,9	6,5	3,5	3,2	3,1	3,3
Países desenvolvidos	2,7	1,0	5,7	2,6	1,6	1,6	1,7
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,4	1,8
Zona Euro	2,2	0,3	5,9	3,5	0,5	0,8	1,7
Alemanha	1,6	0,8	3,1	1,9	0,0	0,2	1,2
França	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,9	1,3
Itália	1,5	-1,0	8,3	4,1	1,0	0,8	1,5
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,7	2,3
Espanha	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	2,4	2,3
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	0,5	0,6
Países emergentes e em desenvolvimento	6,4	4,4	7,0	4,1	4,3	4,1	4,3
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,8	4,2
Índia	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
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	5,9	-1,3	3,7	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	5,9	0,1	2,8	3,6
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,8	4,3
Países desenvolvidos	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	3,2	2,2
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	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	2,5	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	2,5	2,1
Espanha	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,2	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	8,3	7,9	5,9
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,5	1,7
Índia	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	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	4,1	4,6

Previsões

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

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

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

Previsões

Incerteza nas perspetivas das taxas de juro

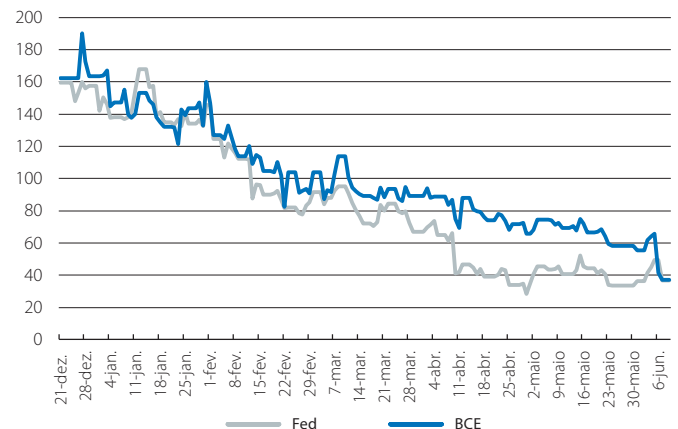
Em que altura é que o BCE e a Fed vão reduzir as taxas de juro e quantas vezes em 2024? Trata-se de duas questões fundamentais que preocupam os investidores e que são o fio condutor dos mercados financeiros durante grande parte do ano e, muito claramente, no último mês. Os investidores procuram respostas para estas duas questões no meio de dados macroeconómicos e de comentários dos responsáveis dos bancos centrais que possam clarificar o caminho a seguir. Por conseguinte, ao longo das últimas semanas, a direção dos mercados tem vindo a mudar de acordo com o que os dados sugerem. No início, à medida que os indicadores mostravam um abrandamento da inflação e um arrefecimento da atividade, as taxas de juro soberanas caíam e os mercados bolsistas recuperavam, mas rapidamente voltaram atrás perante dados que suscitavam dúvidas sobre um regresso rápido da inflação aos 2% ou comentários de tom mais *hawkish*, pelos bancos centrais. Em termos globais, verificou-se em maio e no início de junho um movimento de vaivém nos preços dos ativos financeiros, com os investidores a procurarem clarificar as futuras decisões do BCE e da Fed.

A Europa lidera o ciclo descendente. O banco central sueco Riksbank anunciou, em maio, uma redução de 25 pontos percentuais na taxa de juro para 3,75%, tornando-se o segundo banco central entre as economias desenvolvidas a reduzir as taxas, depois do banco central suíço, que iniciou o ciclo de cortes nas taxas em março. O mesmo aconteceu com o BCE, que anunciou um corte de 25 p. b. na sua reunião de junho, levando a taxa *depo* para 3,75% e a *refi* para 4,25%, como já era amplamente descontado pelos mercados. As dúvidas centram-se agora no ritmo das descidas durante o resto do ano. A Presidente Lagarde foi muito categórica na sua mensagem de dependência dos dados antes de tomar novas decisões e sublinhou que a redução das taxas em junho não implica um compromisso de cortes futuros. Os mercados interpretaram esta posição como uma atitude *hawkish*, e, enquanto no início de maio os mercados monetários previam três reduções, no momento da publicação deste relatório apenas mais uma (elevando o número total de cortes em 2024 para dois). Para além dos comentários de Lagarde, o crescimento do PIB no 1T foi melhor do que o esperado e a inflação está a cair mais lentamente, levantando dúvidas entre os mercados sobre se o BCE fará tantos cortes como previsto no início de maio.

Entretanto, outros esperam pelo outono. Ainda na Europa, o Banco de Inglaterra, embora não tenha baixado as taxas na sua reunião de maio, mostrou-se mais *dovish* e dois membros votaram mesmo a favor de uma redução das taxas. No entanto, na sequência de uma subida da inflação em abril e do anúncio de eleições legislativas antecipadas no início de julho, é provável que os cortes nas taxas de juro comecem após o verão. Prevê-se também que a Fed corte as taxas pela primeira vez em 25 pontos base, com incertezas quanto ao mês exato e ao número de vezes. A Fed tem-se preocupado, nas últimas semanas, com o facto de a inflação se manter acima dos 2% e de as perspetivas estarem rodeadas de incerteza. No fecho deste relatório, os mercados previam apenas um corte nas taxas até ao final do

Redução prevista das taxas de juro até dezembro de 2024

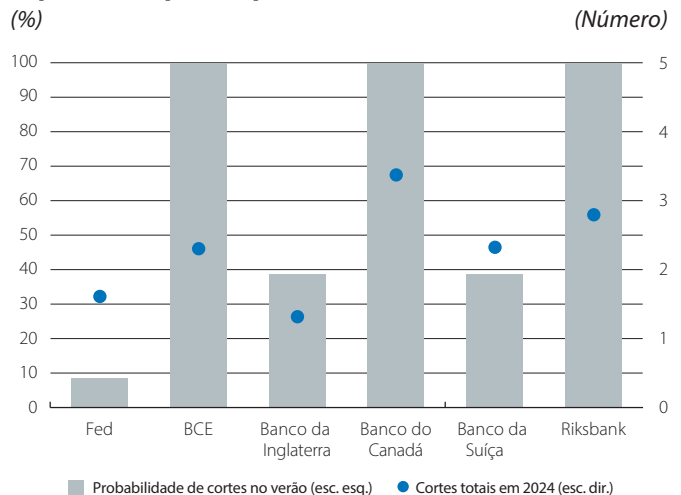
(p. b.)



Nota: Forwards sobre as curvas OIS em 10 de junho de 2024.

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

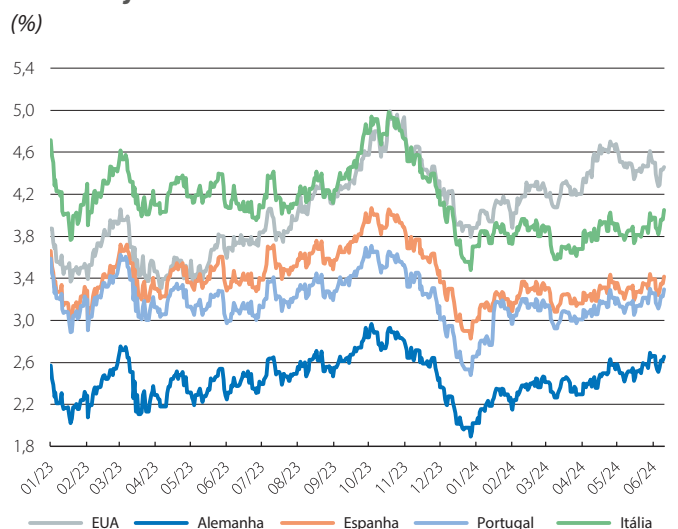
Expetativas para a política monetária



Nota: Forwards sobre as curvas OIS em 10 de junho de 2024.

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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



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

ano, antecipando que a Fed manterá as taxas mais elevadas durante mais tempo e até ter a confiança necessária de que a inflação está a cair de forma sustentada.

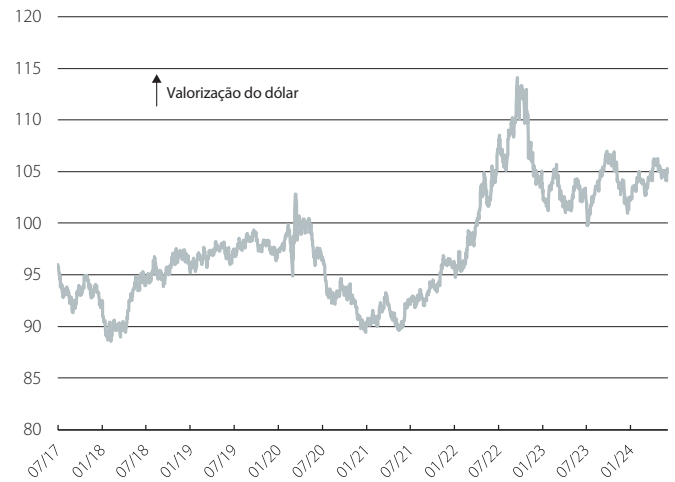
Os movimentos oscilantes das taxas de juro soberanas. A mesma incerteza que preocupa a Fed está a ser sentida pelos mercados financeiros. Nas obrigações soberanas, as taxas de rentabilidade começaram o mês em baixa, depois de os dados terem revelado um certo arrefecimento da atividade nos EUA (um ligeiro aumento da taxa de desemprego e uma queda do índice ISM da indústria transformadora) e, sobretudo, depois de os dados terem confirmado que a inflação caiu em abril. Os índices de referência a 10 anos acumularam descidas de até 35 pontos base nos EUA e de 15 p. b. na Zona Euro. No entanto, mais alguns comentários *hawkish*, realizados por membros do BCE e da Fed, bem como a divulgação de PMIs que revelam uma retoma da atividade, foram suficientes para mudar o sentimento do mercado e, desde então, as taxas de rentabilidade das obrigações soberanas subiram de forma constante, chegando mesmo a empurrar o *benchmark* alemão a 10 anos para um máximo de seis meses de 2,70%. Esta ascensão foi ainda impulsionada pela mensagem de maior rigor do BCE na sua reunião de junho relativamente às suas decisões futuras e, nos EUA, pelos dados do mercado de trabalho de maio, que alimentaram a expectativa *higher for longer*. O dólar, que foi negociado durante a maior parte do mês num intervalo restrito, fortaleceu-se nas últimas sessões contra os seus principais pares, empurrando o euro para 1,07.

Os mercados bolsistas vão da força à fraqueza. A queda acentuada das taxas de rentabilidade soberanas no início do mês, juntamente com a conclusão de uma época de resultados que revelou um crescimento dos lucros melhor do que o esperado no 1T, alimentou um novo rali nos mercados acionistas, depois de terem recuado no mês anterior. Com efeito, o S&P 500, o Nasdaq e os índices francês e alemão atingiram todos novos máximos históricos. Contudo, com a viragem das taxas soberanas, as bolsas perderam *momentum*, e na segunda quinzena de maio registaram perdas que, no entanto, não foram suficientes para que as principais bolsas fechassem o mês no vermelho. Entre os sectores, destacam-se o sector tecnológico norte-americano, que ganhou +10% em maio, e o sector bancário da Zona Euro, que depois de ganhar quase 4% no mês passado, acumulou perto de 20% em 2024.

Os preços das matérias-primas não energéticas sobem. O preço do petróleo bruto Brent caiu pela primeira vez este ano (-7,7% mês a mês em maio) para mais de 81 dólares, principalmente devido ao enfraquecimento das perspetivas económicas na China. Isto tudo na véspera da reunião de 2 de junho da OPEP e dos seus aliados, na qual concordaram em prolongar os cortes voluntários de produção de alguns países (2,2 milhões de bpd) até ao 3T 2024 e eliminá-los gradualmente até ao final de 2025, bem como prolongar os cortes globais de 3,66 milhões de bpd até dezembro de 2025. No reverso da medalha, os preços dos metais, preciosos e industriais, registaram novos ganhos (crescimento acumulado de mais de 12% desde o início do ano), impulsionados, por um lado, pelas tensões entre a oferta e a procura em muitos destes ativos e, por outro lado, pela atratividade do retorno financeiro destes ativos em relação a outros, como as rendas variáveis ou as moedas.

Moeda fixada em relação ao dólar

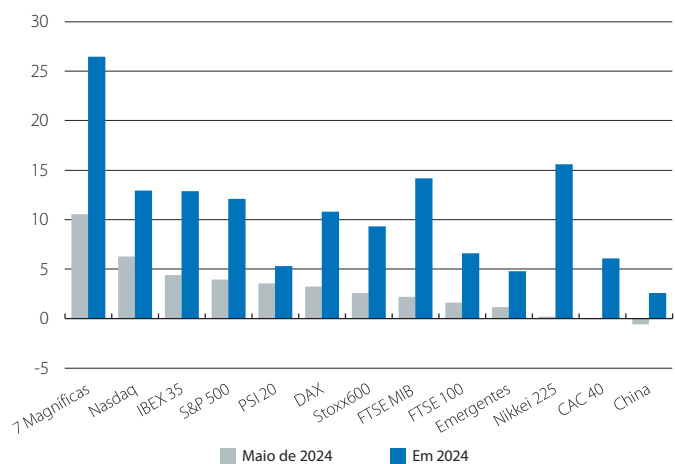
Índice



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

Desempenho dos principais índices bolsistas

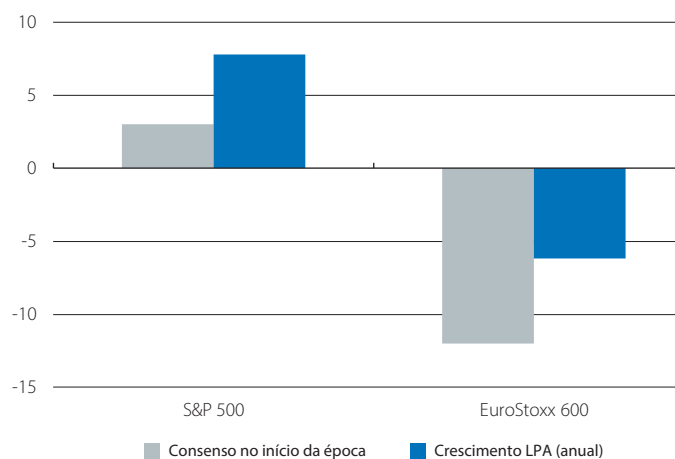
(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg a 7 de junho de 2024.

Época de resultados do 1T de 2024

(%)



Nota: Estimativa de crescimento do LPA com as empresas que apresentaram relatórios até à data: 98% do S&P 500 e 81% do EuroStoxx 600.

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

A palavra de ordem no novo cenário internacional: divergência

Já estamos quase a meio do ano e é altura de fazer um balanço e atualizar os cenários económicos. Os indicadores publicados parecem, assim, mostrar que a economia dos EUA já iniciou a fase de *soft landing* há muito anunciada, enquanto a Zona Euro e o Reino Unido surpreenderam com um início de ano mais dinâmico do que o previsto. Simultaneamente, a inflação revela-se mais persistente do que o esperado nos EUA, enquanto na Europa a sua descida está mais de acordo com o «guião» que temos vindo a antecipar. Esta divergência no comportamento da inflação é precisamente a chave para explicar o reajustamento previsto das taxas de juro que estamos a apresentar.

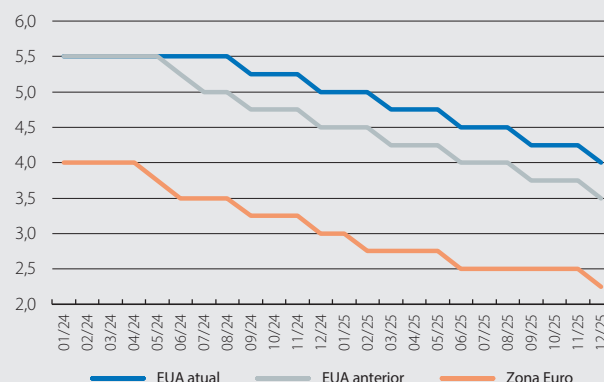
Preços das matérias-primas em alta, crude volátil e gás estabilizado

Embora a inflação esteja a ser mais persistente nos EUA do que noutras regiões, o que é comum em todos os casos é o facto de o seu ritmo de descida ter abrandado substancialmente. Este abrandamento é, em parte, natural, uma vez que as forças mais abruptas da crise inflacionista se desvanecem e a composição da desinflação se altera. Porém, responde também a uma pressão da procura superior à prevista há alguns meses, bem como ao impacto da subida do preço das principais matérias-primas, algumas das quais se encontram em máximos históricos (cacau, cobre, café, etc.). Por outro lado, no caso específico dos metais industriais, uma parte da sua subida de preços deve-se ao impacto das novas sanções contra a Rússia, que proibiram os metais russos de serem cotados nas bolsas internacionais desde 13 de abril, introduzindo um risco de subida mais persistente ao longo do tempo.

Entretanto, os preços do crude têm estado voláteis, refletindo os altos e baixos do conflito no Médio Oriente. Durante o tempo em que esta frente se mantiver aberta, os riscos para os preços do crude continuarão a aumentar, num contexto em que as condições de fornecimento estão também a exercer pressão no sentido da subida: a produção dos EUA está a atingir o seu limite, as existências mundiais estão em mínimos de oito anos e a OPEP prolongou os atuais cortes até outubro. Prevemos, por conseguinte, um preço médio do petróleo bruto Brent em 2024 de cerca de 87 dólares, oito dólares acima da previsão anterior, e de 82 dólares em média em 2025, cinco dólares acima da previsão anterior.

Relativamente aos preços do gás na Europa, estes mantiveram-se relativamente estáveis e não se preveem aumentos significativos no horizonte, graças às reservas de gás em níveis recorde. Esta acumulação notável foi possível graças a um abastecimento ininterrupto de gás, num contexto em que um inverno mais ameno do que o habitual

Expetativas de taxas de juro de referência (%)



Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias.

manteve a procura sob controlo. Logo, dificilmente alteramos a previsão do preço do gás TTF, que se manteria na ordem dos 30 euros/Mwh até ao final de 2025.

Os EUA iniciam um *soft landing* com a inflação que se está a revelar mais persistente

A extraordinária resiliência demonstrada pela economia dos EUA em 2023 parece estar a começar a esgotar-se, embora fosse mais apropriado falar de uma normalização para taxas de crescimento mais sustentáveis, e os indicadores parecem apontar para alguma estabilidade no crescimento nos próximos meses. Os indicadores de sentimento abrandaram (para o sector da indústria transformadora, prevê-se mesmo uma estagnação) e as poupanças suplementares acumuladas durante a pandemia estão quase esgotadas. Mesmo os indicadores do mercado de trabalho mostram sinais incipientes de secagem, embora o mercado de trabalho continue a ser muito dinâmico.

Assim, a economia parece ter deixado para trás as taxas de crescimento extraordinárias do ano passado e convergirá para taxas mais próximas do seu potencial de 0,4% em termos trimestrais ao longo de 2024 e grande parte de 2025. Estas perspetivas baseiam-se na continuação da resistência do consumo das famílias, apoiada por um mercado de trabalho ainda dinâmico. Não se pode, aliás, excluir uma certa reativação da despesa pública em ano de eleições. Quanto ao investimento, continuará a beneficiar do estímulo proporcionado pela adoção de novas tecnologias (como a inteligência artificial) e pelo desenvolvimento da «economia verde» ao abrigo da *Inflation Reduction Act* (IRA), um programa dotado de quase 416 mil milhões de dólares entre 2023 e 2031. Neste sentido, revemos as previsões de crescimento para 2024 e 2025 em alta de 0,2 p. p. para 2,4% e 1,8%, respetivamente.

Neste contexto, a inflação nos EUA apresenta uma maior resistência à descida do que esperávamos há alguns meses, principalmente devido à forte inércia das pressões subjacentes devido ao desempenho da rubrica habitação (*shelter*, com preços de aluguer observados e imputados). Deste modo, revemos a inflação global em alta de 0,6 p. p. em 2024, para 3,2%, e aumentamo-la em 0,2 p. p. em 2025, para 2,2%. Relativamente à inflação núcleo, aumentámos as previsões para 2024 e 2025 em 0,5 p. p. para 3,2% e em 0,2 p. p. para 2,6%, respetivamente.

A recuperação na Zona Euro está em curso, mas será bastante tímida

Na Zona Euro, e após dois trimestres de queda, a atividade cresceu 0,3% em termos trimestrais no 1T 2024, ligeiramente melhor do que o esperado. Os indicadores avançados apontam para uma recuperação em curso, mas bastante modesta, o que apoia a nossa previsão de que o crescimento na Zona Euro não excederá 0,4% em termos trimestrais durante o resto do ano. Também as três grandes economias registarão um desempenho relativamente estável e crescerão a taxas próximas das do 1T durante o resto do ano. Este panorama é apoiado pela recuperação esperada do consumo privado, especialmente no segundo semestre do ano. O dinamismo do mercado de trabalho (a taxa de desemprego deverá manter-se próxima dos seus mínimos), as novas descidas da inflação e as reduções das taxas de juro contribuirão para estimular o consumo. Os agregados familiares terão também uma significativa almofada de poupança que reforça os seus balanços (estima-se que, na sequência da pandemia, os agregados familiares acumularam poupanças que excedem as suas poupanças tendenciais em quase 8,0% do PIB). Prevemos igualmente que o investimento em capital fixo beneficie da maior utilização dos fundos do NGEU: até à data, já foram distribuídos cerca de 224 mil milhões de euros (subvenções e empréstimos) dos 672 mil milhões de euros de que o Mecanismo de Recuperação e Resiliência dispõe até 2026. O cenário não diverge muito daquele que temos vindo a defender, pelo que o ajustamento da previsão de crescimento para a Zona Euro é marginal e responde, sobretudo, ao impacto de um 1T um pouco melhor do que o esperado: revemos o crescimento em 2024 em 0,1 p. p. para 0,8% e mantemos a previsão para 2025 inalterada em 1,7%.

Em relação à inflação, tanto a global como a subjacente mostraram uma correção notável em relação aos picos, ajustando-se relativamente bem ao cenário que temos vindo a defender, e continuamos confiantes de que a inflação global irá convergir nos próximos trimestres para o objetivo. Revemos, assim, a inflação projetada para 2024 em alta em apenas 0,2 p. p., para 2,4%, devido à revisão acima referida dos preços da energia, e mante-

mos inalteradas as previsões para todas as outras medidas de inflação.

Relativamente ao cenário para as outras economias, é de salientar a revisão em alta do crescimento do Reino Unido em 2024 em quase 0,5 p. p. para 0,5%, devido a um 1T inesperadamente bom (0,6% trimestralmente, após dois trimestres de queda). Também na China, um 1T um pouco mais dinâmico do que o esperado leva-nos a aumentar em 0,2 p. p. a previsão de crescimento para 2024, para 4,8%; embora as dúvidas que continuam a pesar sobre a situação do sector residencial na China aconselhem uma certa prudência nos próximos trimestres; e reduzimos o crescimento em 2025 em 0,2 p. p. para 4,2%.

O BCE vai baixar as taxas antes da Fed, pela primeira vez desde julho de 2012

Por fim, outra das mudanças mais significativas no cenário foi o reajuste das expectativas em relação à taxa de juros oficial da Fed. Efetivamente, a resiliência da inflação e o dinamismo da atividade levam-nos a adiar a primeira descida da taxa da Fed para depois do verão, e prevemos apenas duas descidas de 25 p. b. até 2024, em comparação com os quatro inicialmente previstos (-50 p. b. no conjunto do ano vs. -100 p. b. no cenário anterior). Entretanto, mantemos inalterado o nosso cenário de quatro cortes de 25 p. b. cada uma no BCE, a partir de junho, o que levaria a taxa oficial para 3,0% em dezembro (embora não excluamos que, no final, apenas assistamos a três descidas). A curto prazo, esta «dessincronização» entre a Fed e o BCE refletir-se-á num dólar mais forte, embora, a médio prazo, a convergência das taxas de crescimento e da política monetária entre a Zona Euro e os EUA favorecerá o euro, que deverá recuperar para cerca de 1,10 dólares por euro em 2025.

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	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	75,0
Euribor 3 meses	3,79	3,83	-4	-12,4	29,5
Euribor 12 meses	3,71	3,70	1	19,8	-16,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,43	3,44	0	17,2	20,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,10	3,03	6	69,3	29,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,66	2,58	8	64,0	35,2
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,39	3,35	4	39,9	7,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,26	3,21	5	60,5	26,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 meses	5,34	5,33	1	1,1	11,3
Dívida pública a 1 ano	5,18	5,24	-6	41,3	-5,0
Dívida pública a 2 anos	4,87	5,04	-16	62,3	37,6
Dívida pública a 10 anos	4,50	4,68	-18	61,9	80,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	56	-3	-6,1	-25,4
Itraxx Financeiro Sénior	59	63	-4	-7,9	-28,5
Itraxx Financeiro Subordinado	106	116	-10	-16,4	-59,6

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,085	1,067	1,7	-1,7	1,3
EUR/JPY (ienes por euro)	170,620	168,220	1,4	9,6	13,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,851	0,854	-0,3	-1,8	-1,0
USD/JPY (ienes por dólar)	157,310	157,800	-0,3	11,5	12,4

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	546,2	546,2	0,0	7,0	0,1
Brent (\$/barril)	81,6	87,9	-7,1	5,9	12,3
Ouro (\$/onça)	2.327,3	2.286,3	1,8	12,8	19,5

Mercado acionista

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.277,5	5.035,7	4,8	10,6	23,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.983,7	4.921,2	1,3	10,2	15,3
Ibex 35 (Espanha)	11.322,0	10.854,4	4,3	12,1	21,5
PSI 20 (Portugal)	6.870,8	6.615,6	3,9	7,4	16,4
Nikkei 225 (Japão)	38.487,9	38.405,7	0,2	15,0	22,1
MSCI emergentes	1.049,0	1.046,0	0,3	2,5	6,6

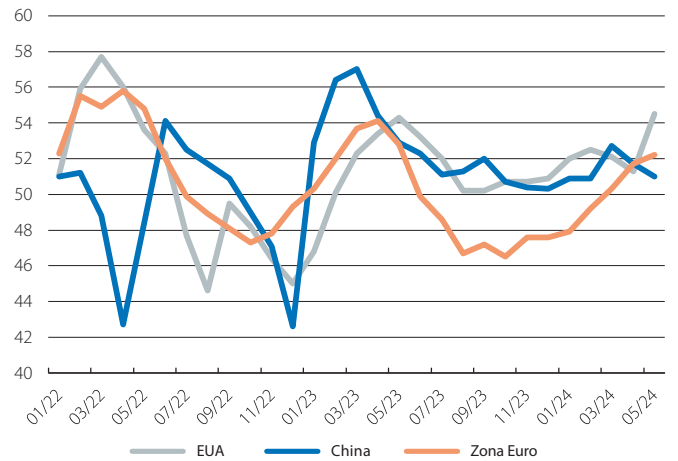
A economia internacional em busca de uma aterragem ordenada

Resiliência económica global, mas com discrepâncias regionais. Enquanto as eleições gerais na Índia e no México terminaram no início de junho, o ano eleitoral prosseguiu com as eleições para o Parlamento Europeu, de 6 a 9 de junho, que abrem uma legislatura 2024-2029 com desafios muito exigentes, como analisamos no Dossier deste mês. Com os dados mais recentes em mãos, a economia global está a navegar neste calendário eleitoral com resiliência: o PMI compósito global acelerou de forma constante para 53,7 em maio, e o PIB global deverá crescer um pouco mais de 3% no conjunto de 2024 (semelhante a 2023, mas abaixo da média dos últimos 20-30 anos), apoiando uma recuperação do comércio internacional. Essa capacidade de adaptação a nível agregado, notável num contexto de elevada incerteza geopolítica e de condições financeiras restritivas, reflete dinâmicas díspares entre as economias internacionais, cada uma das quais procura uma aterragem ordenada face aos seus próprios desafios: os EUA apresentam um crescimento sólido e procura normalizar-se para taxas mais sustentáveis, enquanto na Zona Euro há sinais de um crescimento menos lento e a China mantém uma dinâmica mista entre a indústria e a procura interna.

Atividade robusta nos EUA. Os indicadores norte-americanos continuam a mostrar um crescimento sólido da atividade, com um PMI compósito de 54,5 em maio (54,4 em abril) e os *trackers* a apontarem para uma taxa de crescimento do PIB ligeiramente superior a 0,4% em termos trimestrais no 2T. No entanto, em contrapartida, vários sinais sugerem uma certa moderação do crescimento, em direção a taxas mais sustentáveis, após um ano de 2023 muito mais robusto do que o previsto. O crescimento trimestral do PIB do 1T foi revisto em baixa para 0,3% (-0,1 p. p.), principalmente devido a um consumo privado um pouco menos dinâmico do que o previsto (dinâmica também refletida nos últimos dados relativos ao consumo pessoal, que abrandou de 0,7% em março para 0,2% em abril). O *Livro Beige* da Reserva Federal referiu igualmente que, até ao momento, no 2T, foi observado um crescimento «ligeiro ou modesto» na maioria dos estados dos EUA. Finalmente, estes sinais contraditórios refletem-se também no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a subir para 4,0% em maio (+0,3 p. p. em termos homólogos), mas ao mesmo tempo com uma criação dinâmica de emprego (+272.000).

A inflação nos EUA abrandou em abril. Após dois meses de subida, a inflação global em abril diminuiu 0,1 p. p. para uma taxa de crescimento homóloga do IPC de 3,4%. Do lado positivo, destaca-se a moderação de 0,2 p. p. da inflação subjacente (3,6%), persistente desde o final de 2023. Porém, rubricas como *shelter* (serviços relacionados com a habitação) mantêm-se em níveis muito elevados (5,5%) e, dado o seu peso no cabaz do IPC (mais de 35%), influenciam a inflação no seu conjunto. O peso do *shelter* no índice de preços PCE é mais baixo e, por conseguinte, a métrica de inflação preferida da Fed é mais baixa, embora também tenha recentemente demonstrado mais inércia do que o esperado (de 2,5% homólogo em janeiro para

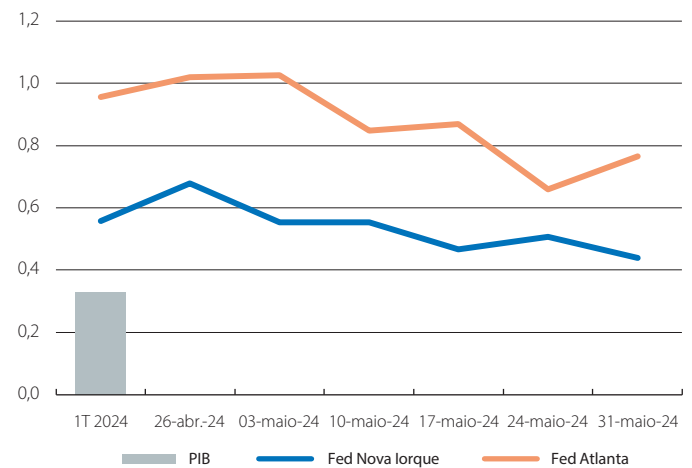
Atividade económica internacional: PMI compósito



Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI e do Gabinete Nacional de Estatística da China.

EUA: indicadores de atividade para o PIB do 2T 2024

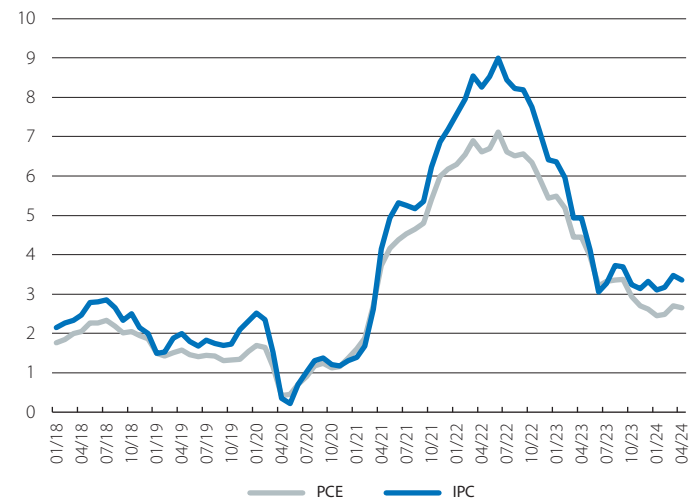
Variação em cadeia (%)



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

EUA: inflação global

Variação homóloga do índice de preços (%)



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

2,7% homólogos em abril), apoiando a perspectiva de uma Fed mais cautelosa no que respeita a cortes nas taxas.

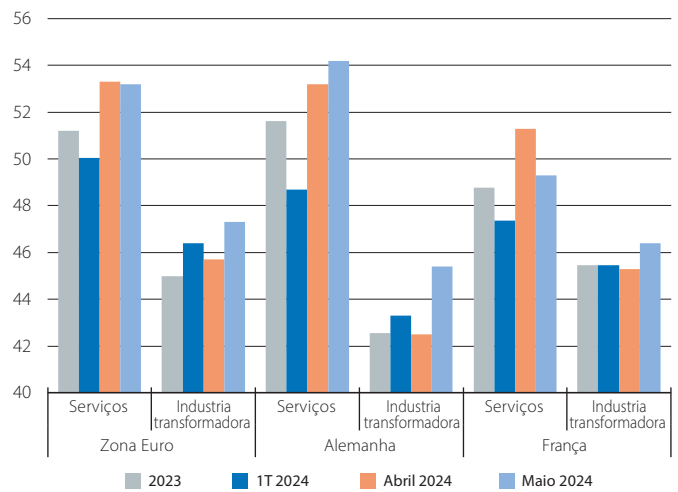
Sinais de recuperação na Zona Euro. Com um crescimento do PIB de 0,3% em cadeia no 1T, a Zona Euro conseguiu deixar para trás os $\pm 0,1\%$ em que se encontrava desde o 4T 2022, e fê-lo com um desempenho positivo em todas as principais economias. Tal dinâmica continuou no 2T, com o PMI compósito da região a acelerar para 52,2 em maio (um máximo de 12 meses), refletindo uma melhoria nos serviços (53,2) e sinais de estabilização na indústria (47,3 em maio, o melhor valor em 14 meses, embora ainda numa zona ligeiramente recessiva). Esta melhoria é particularmente liderada pelos países periféricos, mas os dados apontam também para uma certa retoma na Alemanha, uma das economias com um crescimento mais lento até à data. Além disso, a recuperação do sentimento no conjunto da Zona Euro ocorre num contexto de força contínua do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a cair para um mínimo de 6,4% em abril. Tudo isto dá maior confiança no revigoramento esperado da atividade, embora também não esperemos uma aceleração muito significativa, devendo o crescimento do PIB manter-se próximo dos 0,3% do 1T nos trimestres seguintes.

Desinflação europeia abranda em maio. A desinflação europeia abrandou um pouco em maio, com o IHPC global a aumentar 2,6% em termos homólogos no conjunto da Zona Euro e a inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e energia) a acelerar para 2,9% (+0,2 p. p. em relação a abril em ambos os casos). Apesar de a Zona Euro ter registado uma descida muito significativa das pressões sobre os preços desde o seu pico de 10,6% (outubro de 2022), a desinflação abrandou nos últimos meses (por exemplo, em dezembro de 2023 era já de 2,9%), em resultado de dinâmicas díspares entre componentes: enquanto a fonte de desinflação da energia está quase esgotada (+0,3% em maio, a primeira taxa homóloga positiva num ano), os serviços são mais inerciais e têm ainda um longo caminho a percorrer (4,1% em maio). A tudo isto acresce a persistência de efeitos de base relacionados com as medidas de auxílio contra a crise energética que, embora não comprometam o regresso da inflação a 2%, asseguram volatilidade nos próximos meses.

China a duas velocidades. Os dados do 2T continuam a mostrar uma dualidade na economia chinesa, com o dinamismo da indústria, por um lado, e a fraca procura interna, por outro. A produção industrial acelerou em abril para 6,7% homólogo (4,5% em março), enquanto as vendas a retalho desaceleraram para 2,3% (3,1% em março). A acrescentar a esta dinâmica mista, os PMI em maio mostraram sinais de abrandamento, com o sector da indústria transformadora a descer para 49,5 (50,4 em abril), o sector dos serviços a estagnar (50,5 em maio vs. 50,3 em abril) e o PMI da construção a cair quase 2 pontos para 54,4. Globalmente, o PMI compósito situou-se em 51,0 pontos (vs. 51,7 anterior), que reflete um crescimento mais lento da economia no 2T. Em termos prospetivos, a capacidade de reanimação da procura interna da China continuará a ser um dos principais pontos de interrogação, visto que se espera que a política orçamental se torne mais expansiva a curto prazo. Por sua vez, o PIB da Índia voltou a superar as expetativas, com um aumento homólogo de 7,8% no 1T.

Zona Euro: PMI

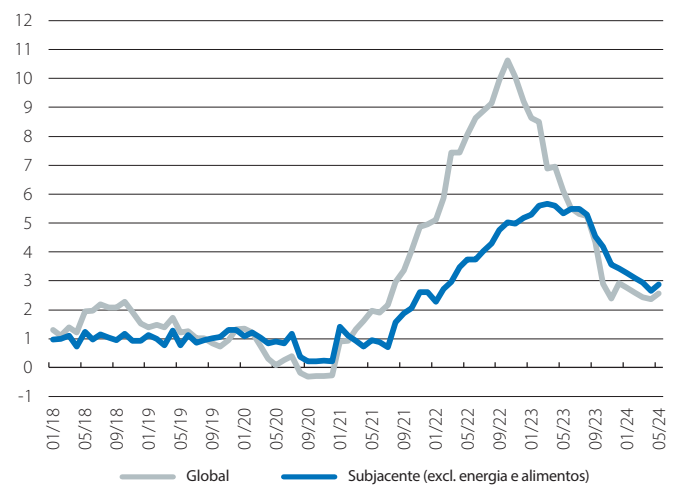
Nível



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

Zona Euro: IHPC

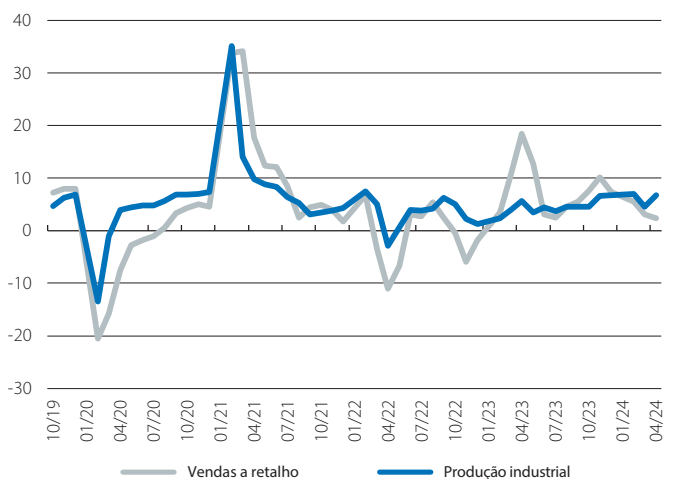
Variação homóloga (%)



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

China: indicadores de atividade

Variação homóloga (%)



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

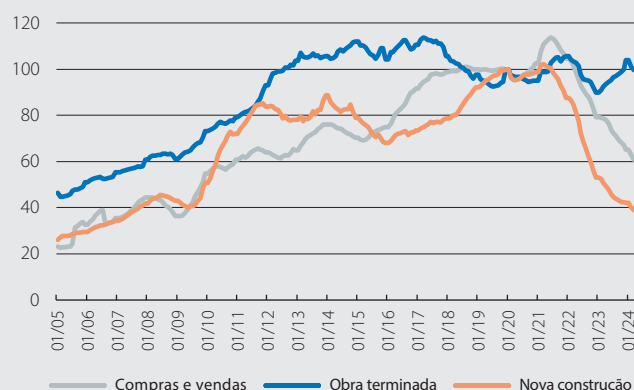
Sector imobiliário chinês: um diagnóstico atualizado

Após anos de forte expansão, as autoridades chinesas decidiram travar a alavancagem excessiva no sector imobiliário. Por um lado, as preocupações com os riscos financeiros de uma bolha imobiliária descontrolada e, por outro, as novas orientações da agenda da Prosperidade Partilhada, que no sector imobiliário se traduziram no mantra «as casas são para viver, não para especular». Assim, desde o verão de 2020, foram impostos novos limites ao acesso ao crédito por parte dos promotores e o sector entrou numa fase prolongada de ajustamento, que ainda está em curso.

Um exame rápido do pulso sugere que este ajustamento tem sido célere, particularmente desde 2021, quando rebentou a crise no gigante imobiliário Evergrande, desencadeando um intenso escrutínio do sector por parte dos investidores e conduzindo a uma crise de confiança entre os compradores e a receios de contágio ao sector financeiro. As vendas caíram quase 50% em relação ao seu pico e a construção nova caiu 60% para níveis próximos dos pós-crise financeira (ver primeiro gráfico).

China: indicadores do mercado imobiliário

Índice (100 = dezembro de 2019)



Nota: Os índices são calculados com base em médias de 12 meses.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Gabinete Nacional de Estatística da China, via Bloomberg.

Sinais vitais estabilizados, mas com sintomas persistentes

Neste contexto, o papel central do sector imobiliário como veículo de poupança conduziu a um «efeito riqueza»

China: mapa de indicadores dos sectores imobiliário e de construção

Indicadores de atividade	2010-2019	2021	2023	Último dado	2023 vs. 2021 (%)	vs. 2010-2019 (%)
Compras e vendas (mil.m ²) *	125,0	163,1	101,6	95,0	-37,7	-18,8
Nova construção (mil. m ²) *	168,0	180,8	86,7	80,5	-52,0	-48,4
Obra terminada (mil. m ²) *	88,2	92,2	90,8	87,0	-1,6	2,8
Área em construção (mil. m²)						
Inquérito aos promotores **	6.871,2	9.753,9	8.383,6	-	-14,0	22,0
Inquérito ao sector da construção **	11.593,6	15.754,6	15.134,3	-	-3,9	30,5
Vendas de terrenos (mil. m ²) *	83,7	99,5	80,0	77,1	-19,6	-4,4
Cidades Tier 1 e 2	64,3	71,4	54,4	52	-23,8	-15,4
Cidades Tier 3	19,4	28,1	25,6	25,1	-8,7	32,2
Investimento total (construção) (mil milhões CNY)	9.009,8	14.224,8	11.091,3	-	-22,0	23,1

Crescimento do PIB real e preços (% var. homóloga)	2010-2019	2021	2023	Último dado	2023 vs. 2021 (%)	vs. 2010-2019 (%)
PIB (agregado)	7,7	8,4	5,2	5,3	-3,2	-2,5
PIB sectorial						
Construção	8,3	4,1	7,1	5,8	3,0	-1,2
Imobiliário	5,4	4,3	-1,3	-5,4	-5,7	-6,7
Preço da habitação (construção nova)						
Cidades Tier 1 e 2	5,5	4,3	0,1	-2,0	-4,2	-5,4
Cidades Tier 3	3,5	4,2	-1,7	-3,3	-5,9	-5,2
Preço da habitação (em segunda mão)	3,0	2,9	-3,1	-6,0	-6,0	-6,1

Notas: * São utilizadas as médias de 12 meses dos dados mensais. ** São utilizados dados anuais acumulados. Os dados comunicados para cada ano correspondem ao último período (trimestre ou mês). Os dados relativos ao crescimento do PIB referem-se a variações homólogas.

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

za» negativo significativo entre as famílias chinesas. Acresce que, apesar de o sector imobiliário ter sido um dos principais motores da economia chinesa na última década, a sua fraqueza reduziu as perspetivas de crescimento da China e degenerou numa crise de confiança. Face a este cenário, e num contexto de abrandamento estrutural do gigante asiático, as autoridades começaram a flexibilizar a regulamentação a partir do segundo semestre de 2022.

Concretamente, em 2023, foram flexibilizados os limites à concessão de novos créditos hipotecários e à aquisição de habitação e foram introduzidos vários mecanismos de incentivo aos promotores para a conclusão de projetos já em curso.¹ Globalmente, estas políticas conduziram a uma retoma da construção concluída, enquanto o ajustamento da construção nova parece ter estabilizado nos últimos meses.² Por outro lado, se analisarmos os dados para o total da área da construção, verificamos que as quebras de atividade são muito mais modestas do que no sector imobiliário. A área total em construção pelos promotores imobiliários diminuiu 14% desde 2021, enquanto a área total em construção, que também inclui infraestruturas, construção em zonas rurais ou habitação social, diminuiu apenas 4%. Da mesma forma, embora a atividade residencial nas zonas urbanas tenha diminuído significativamente nos últimos anos, a atividade da construção no seu conjunto continua a registar um ajustamento moderado, em parte devido à ação direta das autoridades e ao seu investimento em infraestruturas e habitação social, bem como às medidas fiscais de apoio ao investimento não residencial.

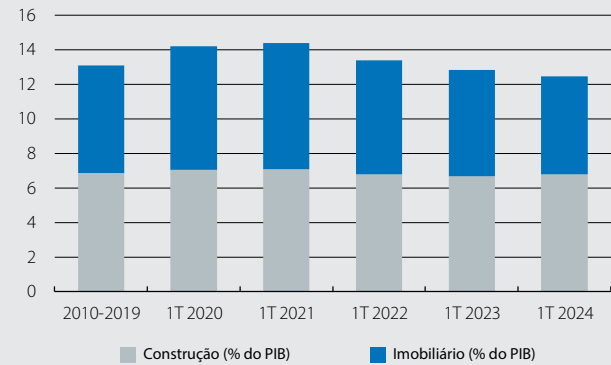
Esta dicotomia entre o forte ajustamento do lado da procura e o ajustamento muito mais moderado do lado da oferta é ilustrativa do facto de que ainda vai demorar algum tempo até que a crise imobiliária possa ser considerada resolvida. Por conseguinte, o abrandamento foi muito mais forte no sector imobiliário do que no sector da construção. Em 2022 e 2023, o sector imobiliário

1. Com efeito, o modelo de financiamento mais comum, baseado na pré-venda, tornou-se um elemento fundamental da intervenção no sector imobiliário, nomeadamente como instrumento de garantia da paz social, visto que, em caso de incumprimento por parte dos grandes promotores, muitas famílias se encontrariam numa situação de grande vulnerabilidade. No último mês, as autoridades chinesas anunciaram outro conjunto de medidas de apoio, com incentivos para que as autarquias locais comprem o parque habitacional não vendido aos promotores e o afectem à habitação social. Calcula-se que, entre habitações concluídas e inacabadas, os promotores podem ter entre 1 e 2 mil milhões de m² de habitações não vendidas nos seus balanços.

2. Ao longo dos últimos 12 meses, foram construídos, em média, 80 milhões de m² de novas habitações por mês, tendo sido concluídos cerca de 90 milhões de m² por mês. Esta situação contrasta com a média 2010-2019 de 170 milhões de m² de novas habitações construídas por ano e 90 milhões de m² de construções concluídas.

China: peso dos sectores do imobiliário e da construção no PIB

Valor acrescentado de cada sector (% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Gabinete Nacional de Estatística da China, via Bloomberg.

registou um crescimento homólogo negativo (-3,9% e -1,3%, respetivamente), face a um crescimento médio de 5,4% entre 2010 e 2019. Verifica-se, assim, que o sector imobiliário passou de um contributo positivo direto de 0,3 p. p. para o crescimento médio do PIB entre 2010 e 2019 para um contributo negativo de -0,3 p. p. em 2022 e -0,1 p. p. em 2023 (o contributo da construção passou de +0,6 p. p. para 0,2 e 0,5 p. p. em 2022 e 2023, respetivamente), tendo o sector imobiliário perdido peso relativo na economia (ver segundo gráfico).³

Um doente crónico, com uma recomendação de dieta

Os últimos dados sobre a atividade sugerem que a fase mais aguda da crise imobiliária pode ter ficado para trás, mas ainda há um longo caminho a percorrer. Importa, neste contexto, destacar quatro elementos-chave para acompanhar a evolução futura do sector.

Em primeiro lugar, com a procura em mínimos históricos, uma vez esgotado o stock de habitação inacabada, o ajustamento da atividade de construção intensificar-se-á, um ajustamento que poderá ser reforçado pelo abrandamento previsto do investimento em infraestruturas e no sector industrial. Segundo, a rigidez observada nos preços até à data (os preços das casas novas caíram 6% ou menos desde 2021 nas maiores cidades), embora possa ter limitado o contágio ao sector bancário, torna o ajustamento nas vendas e compras mais forte e mais prolongado. Por conseguinte, novas descidas dos preços no futuro poderão indicar a vontade das autoridades chinesas de acelerar o processo de ajustamento, mas com riscos acrescidos para o sector bancário e para as expectativas

3. A «construção» inclui qualquer atividade relacionada com a construção (ou demolição) de habitações, espaços comerciais e infraestruturas. O termo «imobiliário» inclui todos os serviços relacionados com a habitação, como a compra, o aluguer, a manutenção ou os serviços de consultoria.

das famílias. Em terceiro lugar, as comparações internacionais sugerem que os desequilíbrios no sector imobiliário tendem a conduzir a longas correções, tanto em termos de duração como de magnitude.⁴ Além disso, embora o peso do sector da construção no PIB da China não seja muito elevado em comparação com outras grandes economias, o ajustamento limitado observado até à data e o seu significativo arrastamento sugerem que o sector continuará a funcionar como um entrave ao crescimento a médio prazo. Em quarto lugar, convém salientar que a situação é muito diferente consoante as regiões. O inquérito trimestral às empresas de construção, por exemplo, mostra que, embora a área total em construção em Pequim tenha aumentado 15% desde 2021, os declínios excedem 15% noutras grandes cidades, como Hubei ou Chongqing. O impacto nas finanças locais varia significativamente entre as províncias e a capacidade fiscal para responder a uma crise prolongada no sector será também muito diferente.

As autoridades chinesas parecem estar em condições de mudar o paradigma do sector imobiliário e de estabilizar a primeira fase da crise. O ajustamento do lado da procura foi rápido e evitou-se uma paragem total do lado da oferta. Mas esta gestão está também a atrasar a resolução de um problema estrutural. A China passou de um mercado imobiliário privado praticamente inexistente no início da década de 1980 para uma taxa de habitação própria de 90% atualmente, uma das mais elevadas do mundo, mas também com uma das mais elevadas taxas de habitação não habitada, próxima dos 20%. A próxima fase de ajustamento colocará então um desafio mais fundamental: oferta = procura.

Luís Pinheiro de Matos

4. A China está a adaptar-se há três anos, com uma queda acumulada de preços de 10%. Embora as experiências sejam muito diferentes, outros exemplos históricos com desequilíbrios significativos sofreram ajustamentos mais longos. Por exemplo, os ajustamentos pós-crise financeira em Espanha e nos EUA duraram entre 5 e 7 anos, com quedas cumulativas de preços superiores a 30%, enquanto no Japão o ajustamento do sector imobiliário durou quase duas décadas, com uma queda cumulativa de preços próxima dos 50%. Adicionalmente, no caso da China, é também de salientar as diferenças significativas entre as cidades do *Tier 1*, onde se verificou um aumento significativo dos preços em relação ao crescimento do rendimento no período 2010-2019, e as cidades do *Tier 3*, onde o aumento dos preços no período 2010-2019 foi significativamente inferior ao verificado nas cidades do *Tier 1* e 2, e o problema parece centrar-se num excesso de oferta crónico.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Atividade									
PIB real	1,9	2,5	2,4	2,9	3,1	2,9	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	4,4	4,6	5,0	2,9	4,5	3,5	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	105,4	109,0	102,7	106,3	103,1	97,5	102,0
Produção industrial	3,4	0,2	0,0	–0,1	0,0	–0,2	0,1	–0,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,7	47,6	46,9	49,1	50,3	49,2	48,7
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.455	1.380	1.481	1.403	1.287	1.360	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	308	316	321	324	325	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60,3	60,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	4,0	3,5	3,2	3,2	3,5	3,4	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	5,2	4,4	4,0	3,8	3,8	3,6	...

JAPÃO

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Atividade									
PIB real	1,0	1,9	2,3	1,6	1,2	–0,2	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	35,7	36,2	36,5	38,9	39,5	38,3	36,2
Produção industrial	0,0	–1,4	0,9	–3,6	–0,9	–4,3	–3,1	–3,4	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	5,0	9,0	13,0	11,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–3,6	–2,7	–1,8	–1,2	–1,1	–1,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	3,4	3,1	2,9	2,5	2,7	2,5	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	4,2	4,3	3,9	3,2	2,9	2,4	...

CHINA

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	6,3	4,9	5,2	5,3	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	10,7	4,2	8,3	4,7	3,1	2,3	...
Produção industrial	3,4	4,6	4,5	4,2	6,0	5,8	4,5	6,7	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,0	49,7	49,3	49,7	50,8	50,4	49,5
Sector externo									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	947	901	865	842	845,4	825,3	...
Exportações	7,1	–5,1	–5,4	–10,8	–3,3	–1,7	–11,4	–1,0	...
Importações	0,7	–5,5	–7,0	–8,5	0,9	1,5	–1,9	8,4	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	0,1	–0,1	–0,3	0,0	0,1	0,3	...
Taxa de juro de referência ³	3,65	3,45	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,0	7,2	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	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,2	-2,1	-2,3	-2,3	-0,8	-0,2	0,7	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	2,1	-2,1	-0,8	-4,7	-3,7	-4,6	-1,0	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-14,9	-14,7	-14,3
Sentimento económico	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	96,3	95,6	96,0
PMI indústrias	52,1	51,2	44,7	43,2	43,6	43,9	46,1	45,7	47,3
PMI serviços	52,1	52,1	54,4	49,2	48,4	48,4	51,5	53,3	53,2
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	2,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,0	2,9	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,3	7,4	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	...
Itália (% pop. ativa)	8,1	7,7	7,7	7,6	7,4	7,2	7,1	6,9	...
PIB real (variação homóloga)	3,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,4	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	1,9	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-	-	-
França (variação homóloga)	2,6	0,9	1,1	0,7	0,8	1,1	-	-	-
Itália (variação homóloga)	4,2	1,0	0,6	0,6	0,7	0,7	-	-	-

Preços

Porcentagem 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	03/24	04/24	05/24
Inflação geral	8,4	5,5	6,2	5,0	2,7	2,6	2,4	2,4	2,6
Inflação núcleo	3,9	5,0	5,5	5,1	3,7	3,1	3,0	2,7	2,9

Sector externo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Balança corrente	-0,7	4,1	0,2	1,8	4,1	10,6	10,6	...	...
Alemanha	4,3	12,1	4,8	7,8	12,1	26,1	26,1	...	...
França	-2,0	-1,5	-1,8	-1,7	-1,5	-2,3	-2,3	...	...
Itália	-1,6	1,0	-1,1	0,1	1,0	4,2	4,2	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	90,9	94,7	94,6	95,9	95,1	95,2	95,5	95,2	95,3

Crédito e depósitos dos sectores não financeiros

Porcentagem 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	03/24	04/24	05/24
Financiamento do sector privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,7	2,7	4,0	1,1	0,1	0,3	0,4	0,3	...
Crédito às famílias ^{2,3}	4,4	1,7	2,1	1,1	0,5	0,3	0,2	0,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,8	4,6	4,5	5,0	5,2	5,1	5,2	5,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	2,0	4,4	4,3	4,7	4,9	4,8	4,8	4,8	...
Depósitos									
Depósitos à vista	6,3	-8,5	-8,1	-11,3	-10,7	-8,8	-7,5	-7,0	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	22,5	23,2	21,0	18,4	16,7	15,7	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,4	22,0	20,4	19,8	20,1	19,3	22,6	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	2,5	3,0	3,3	3,2	3,2	3,1	...

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

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

Economia portuguesa revela-se robusta nos primeiros meses do ano

A publicação do detalhe do PIB no 1T 2024 revelou crescimento trimestral de 0,8%, mais 1 décima do que na estimativa preliminar. A economia beneficiou do contributo da procura externa, que acrescentou 1 ponto percentual (p. p.) à expansão no trimestre. As exportações cresceram 1,6%, enquanto que as importações contraíram 0,6%. Por seu turno, a procura interna retirou 0,1 p. p. ao crescimento trimestral, resultado da queda de 3% da FBCF e do contributo negativo (-0,2 p. p.) das existências. O comportamento da FBCF resultará de dois aspetos: i) adiamento de decisões de investimento na perspetiva de redução mais forte dos juros em breve; ii) ambiente de maior incerteza doméstica associado à realização de eleições antecipadas em março 2024. No que respeita ao contributo das existências, o seu comportamento no 1T pode ser indicativo de aumento de produção no 2T, o que fortalecerá a atividade no 2T 2024. Em termos homólogos, a economia cresceu 1,5%. O melhor comportamento do PIB no 1T e a expectativa de que o ano será marcado por uma tendência de menos para mais, traduziu-se na revisão do crescimento esperado no ano para 1,7%, mais 1 décima do que a previsão anterior. Os riscos para esta nova previsão são equilibrados, mas com enviesamento ligeiramente ascendente.

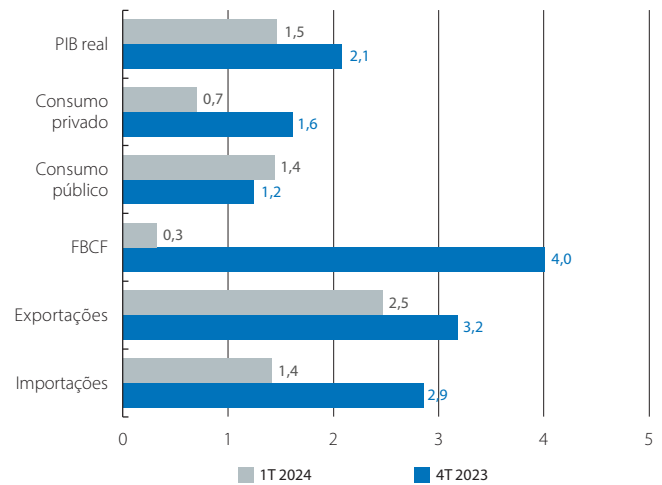
Entretanto, os indicadores mais recentes sugerem um bom início do 2T. Do lado do consumo, as vendas a retalho avançaram 1,8% homólogo em abril e, excluindo combustíveis avançaram 2,8%, em ambos os casos superando o crescimento médio homólogo registado no 1T; e as vendas de automóveis continuam dinâmicas, tendo avançado 7,9% homólogo em abril. Contudo, o indicador de confiança dos consumidores registou uma ligeira piora (0,2 pontos) em maio, refletindo maior incerteza quanto à evolução futura da situação económica do país nos próximos 12 meses e possibilidade de realizar compras importantes, também nos próximos 12 meses. Mas nos sectores da indústria, construção e comércio, a confiança melhorou no mesmo mês.

Inflação com sobressalto em maio. O IPC global em maio aumentou de forma significativa para 3,1%, mais 0,9 p. p. face ao número de abril. É a primeira vez desde setembro de 2023 que retorna acima dos 3%. De certa forma este aumento já era expectável e resulta também de um efeito de base associado à redução mensal de preços registada em maio de 2023 (-0,7%), no seguimento da isenção de IVA num conjunto de bens alimentares essenciais. A componente subjacente também aumentou +0,7 p. p. para 2,7%. A inflação do agregado dos Serviços como um todo é neste momento o grande suporte para o arrastamento da cifra da inflação. Com efeito, apesar de, em relação a maio, ainda não termos este detalhe, em abril as classes muito intensivas em Serviços (Hotelaria e restauração, Comunicações, Saúde) contribuíram em cerca de 40% para a variação homóloga dos preços. Nos primeiros quatro meses de 2024 o agregado dos Serviços explica em média 83% do IPC global e tem mostrado grande persistência acima dos 4%.

A robustez do mercado de trabalho suporta o crescimento da economia. Tal como os dados mensais vinham a reportar, o emprego aumentou perto de 2% homólogo no 1T, abrangendo mais de 5 milhões de pessoas. É preciso recuarmos ao final de 2008 para encontrarmos um número mais elevado. A criação de

Portugal: componentes da procura

Variação homóloga (%)

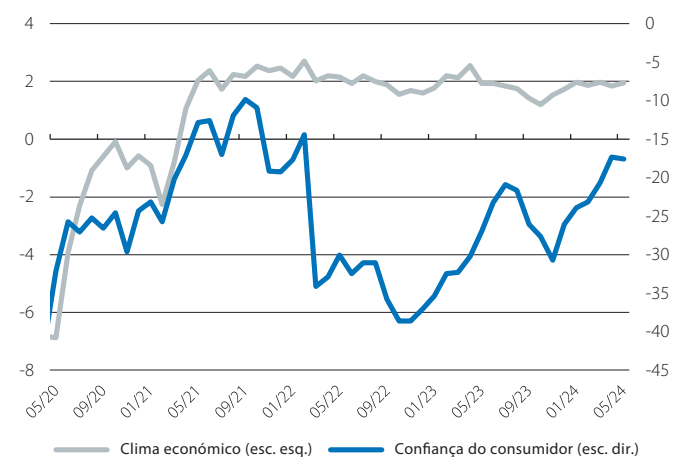


Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE.

Confiança do consumidor e clima económico

Variação homóloga (%)

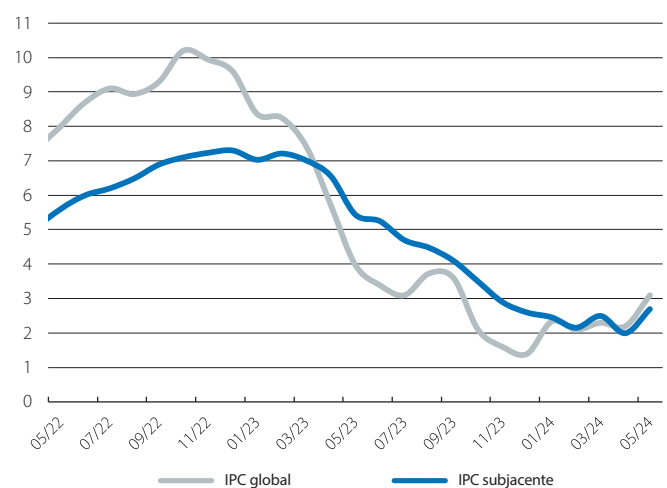
(p. p.)



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

IPC

Variação homóloga (%)



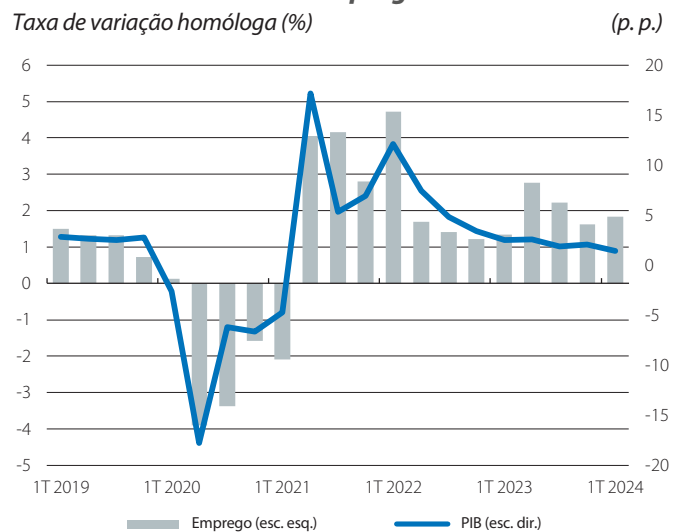
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

emprego é explicada, principalmente, pela construção, comércio e atividades de consultoria, científicas & técnicas, destacando-se a criação de emprego entre os mais jovens (o grupo dos 25 aos 34 anos explica mais de 50% do aumento homólogo do emprego) e entre os indivíduos com níveis de escolaridade mais elevados. Outro aspeto relevante prende-se com a criação de emprego por via de contratos sem termo (face a uma queda do emprego em contratos precários) e a tempo completo. Neste contexto, a taxa de desemprego reduziu face ao período homólogo (6,8%, face a 7,2%). Os dados mais recentes corroboram a nossa expectativa de que o mercado de trabalho manter-se-á como um fator relevante de suporte à atividade: o emprego reduziu muito ligeiramente em abril (-0,4%) mas a taxa de desemprego também recuou para 6,3% (6,4% em março,) enquanto o desemprego registado está a cair em cadeia pelo terceiro mês consecutivo, mantendo-se em níveis historicamente baixos. A capacidade de absorver a entrada de pessoas ativas no mercado de trabalho deverá ser cada vez menor, como comprova a evolução das ofertas de emprego (cerca de 30% abaixo da média histórica registada nos meses de abril nos 5 anos pré-pandemia).

Turismo fraqueja em abril. Apesar do aumento do número de hóspedes e de dormidas face ao mês anterior (ambos +14%), o desempenho modesto do sector turístico português em abril fica bem visível quando analisamos a performance face ao mês homólogo. De facto, comparando com abril de 2023 quer os hóspedes quer as dormidas recuaram: -3,7% e -4,3%, respetivamente. Apenas os hóspedes não residentes registaram um número em terreno positivo, embora sem expressão (+0,2%). Naturalmente, tal como os números auspiciosos de março tinham sido influenciados pela positiva, os números de abril são impactados negativamente pela estrutura móvel do calendário, ou seja, pelo efeito do período de férias associado à Páscoa, que no ano anterior se concentrou em abril, enquanto este ano se repartiu entre março e abril. Assim, perdido o impulso de ressalto pós-pandemia, o sector este ano deverá ter um comportamento menos exuberante. Tudo pesado, o desempenho no que levamos deste ano está em linha com o que projetámos: um aumento global de hóspedes em torno dos 5% (+4% até abril).

De acordo com o Banco de Portugal, as vulnerabilidades que afetam o sistema bancário reduziram-se, por via da melhoria das condições económicas e porque a manutenção de um cenário de desinflação gradual, contribui para que a atividade mantenha uma dinâmica positiva. Contudo, as vulnerabilidades principais continuam a ser os fatores geopolíticos e o impacto que podem ter na atividade, caso o seu alargamento implique disrupções nas cadeias de distribuição, aumento de preços e maior restritividade monetária. Internamente, os principais fatores de risco continuam focados nos níveis de endividamento, que embora apresentem tendência decrescente continuam elevados. Entretanto, em abril a carteira de crédito manteve a tendência de contração, mas com quedas cada vez menores. Assim, naquele mês o crédito ao sector privado caiu 0,6% homólogo, com o crédito a particulares a crescer 0,1%, via crédito ao consumo e menor contração do crédito à habitação. A expectativa de que os preços das casas continuem a aumentar (ainda que a um menor ritmo do que no passado), a solidez dos balanços das famílias e a recuperação do poder de compra (com o controlo da inflação face ao objetivo e o aumento dos salários) deverão continuar a suportar a atual dinâmica do crédito à habitação, a par da expectável redução das taxas de juro. De facto, a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação diminuiu, ainda que de forma ligeira, pelo terceiro mês consecutivo em abril (-0,01 p. p., para 4,606%), o que tem permitido atenuar o aumento homólogo da prestação mensal.

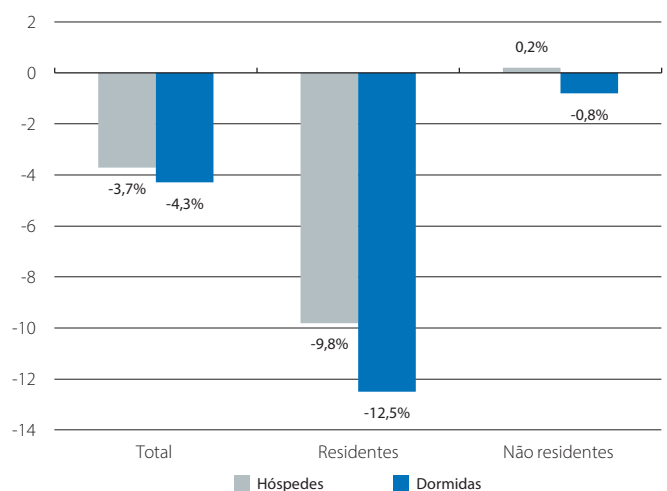
Taxa de crescimento do emprego e da economia



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

Hóspedes e dormidas

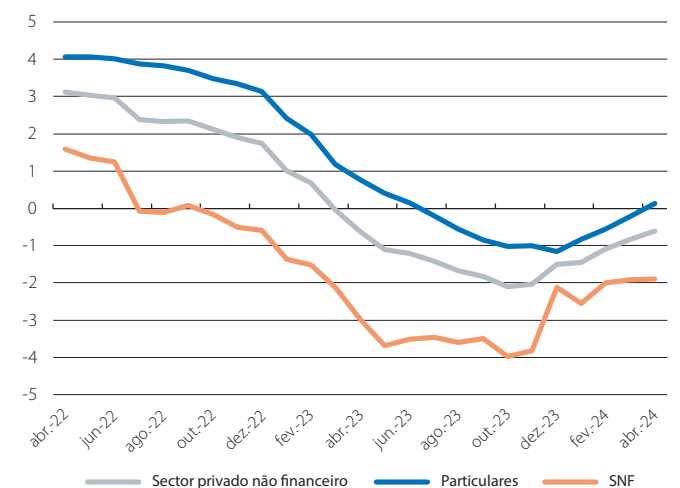
Variação abril 2024 face abril 2023 (%)



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

Carteira de crédito

Variação homóloga



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

Ajustamento ao cenário macroeconómico

No final do passado mês de maio efetuámos a revisão do nosso cenário central para as principais variáveis macroeconómicas. Esta revisão ocorre depois da que efetuámos em fevereiro e as alterações produzidas não são de grande monta como podemos observar no primeiro quadro. Ou seja, a *big picture* não se alterou, pese embora a incorporação dos mais recentes dados tenha sido o principal *driver* dos ajustamentos que de seguida explicaremos.

Assim, a revisão das perspetivas de crescimento do PIB entre 2024 e 2025 não reflete a alteração substancial do enquadramento económico de Portugal, mas essencialmente a incorporação de novos dados. A grande alteração decorre do dado do 1T 2024 (0,8% trimestral, segundo a estimativa rápida do INE) ter sido francamente melhor do que prevíamos no início do ano: 0,4% *quarter-on-quarter* (ver gráfico). De acordo com o INE a performance do primeiro trimestre reflete uma diminuição do contributo positivo da procura interna, por queda do investimento, enquanto que o consumo privado se manteve dinâmico tendo acelerado face ao último trimestre de 2023. O facto do período de Páscoa se ter concentrado este ano em março, também deverá ter favorecido a atividade turística no 1T 2024, refletindo-se no PIB. Os dados relativos ao 2T 2024 ainda são escassos, mas parecem validar a ideia de crescimento com ritmo mais contido. Por exemplo, em abril o indicador de clima económico e indicador diário de atividade crescem em termos homólogos (1,7% e 2,2%, respetivamente) mas com menos força do que tinham feito na média do primeiro trimestre. Apesar desta diferença significativa na força do dado do 1T para o resto do ano, antevemos uma tendência de evolução semelhante às previsões anteriores, com evolução gradual de «menos para mais» à medida com o processo de desinflação avança e a política monetária alivia com o primeiro corte de taxas oficiais (que esperamos que ocorra em junho). Isto refletir-se-á não só nos custos de financiamento e expectativas dos agentes económicos dentro de portas, mas também na procura por parte dos principais parceiros comerciais, que pertencem à zona euro.

No território dos preços, a ligeira revisão em alta para a taxa média de inflação em 2024 e 2025, atrasando para 2026 o alcançar do valor objetivo de 2%, põe em evidência o arrastamento do processo desinflacionista. É um processo que não é isento de sobressaltos como vimos em março quando o IPC Subjacente interrompeu uma série de 12 meses consecutivos de redução. Além disso existem meses onde efeitos de base se poderão fazer sentir de forma mais acentuada como por exemplo em maio,¹ pois

1. À data a que escrevemos ainda não sabemos qual foi a taxa de inflação em maio de 2024, pese embora esperemos um aumento face ao valor de abril.

Novo cenário macroeconómico

	2022	2023	2024	2025
PIB				
Maio 2024	6,8	2,3	1,7	2,3
Fevereiro 2024	6,8	2,3	1,6	2,3
Taxa de inflação				
Maio 2024	7,8	4,3	2,5	2,1
Fevereiro 2024	7,8	4,3	2,3	2,0
Preços das casas				
Maio 2024	12,6	8,2	4,3	2,4
Fevereiro 2024	12,6	8,2	3,5	2,0
Taxa de desemprego				
Maio 2024	6,2	6,5	6,8	6,5
Fevereiro 2024	6,2	6,5	6,7	6,5

este foi o mês no qual em 2023 se produziram os efeitos do IVA Zero num conjunto de produtos alimentares. Nas *commodities* energéticas existem dados mistos: por um lado temos os preços do gás nos mercados internacionais em níveis relativamente baixos e bastante estáveis por conta de um nível de reservas acima de 2023 e das médias históricas. Por outro lado, o Brent, que tem registado preços acima do que inicialmente prevíamos no início do ano. Pese embora nos últimos tempos a relação entre oferta e procura não se afigurar tensionada, as questões geopolíticas desencadeadas pelo início da guerra Israel-Hamas têm sempre potencial disruptivo no preço do crude face à relevância dos contendores e dos dados em jogo: o Irão é o quarto mais importante produtor da OPEP e mais de 30% do crude exportado por via marítima passa pelo Estreito de Ormuz e pelo Bab-el-Mandeb. De referir a persistência da inflação nos Serviços como um todo, que pesam mais de 40% no índice e que em média nos primeiros 4 meses de 2024 se situa acima dos 4% homólogos. Sintetizando: a nossa ligeira revisão em alta reflete a revisão também em alta para os preços do Brent e dá margem para algumas surpresas mais negativas nos preços, pese embora consideremos que a normalização gradual será a tendência dominante.

Em relação ao mercado de trabalho o ajuste nas previsões foi muito ligeiro, apenas um aumento de 0,1% da taxa de desemprego em 2024 para 6,8%, *ceteris paribus*. Esta ligeira revisão em alta decorre essencialmente do crescimento mais expressivo do emprego e da população ativa no 1T face ao que prevíamos, sendo o ritmo de crescimento mais forte na população ativa comparativamente ao emprego. O mercado de trabalho continua com bom desempenho que é visível no número recorde de pessoas empregadas no final de março (acima de 5 milhões); no aumento dos

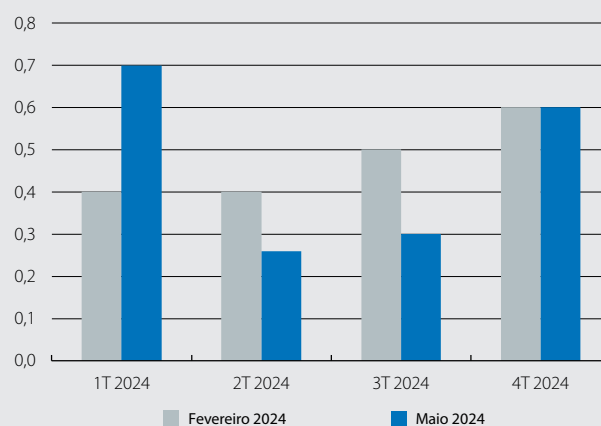
salários a um ritmo superior à inflação desde março de 2023; e, no facto do sector que mais emprego criou no 1T 2024 ser pró-cíclico e intensivo em mão de obra – a construção civil. Contudo, o abrandamento da economia face ao ano anterior conjugado com saldos migratórios positivos e ofertas de emprego abaixo dos máximos (embora ainda elevadas), deverão traduzir-se numa menor capacidade de absorção de trabalhadores.

Por último, a revisão em alta da previsão para o Índice de Preços da Habitação em 2024 e 2025. Na anterior revisão ainda não dispunhamos do dado de final de 2023 que se revelou acima do projetado. Este dado trouxe consigo um maior efeito de *carry-over* (0,4%), mais 0,2 p. p. que explica parcialmente a revisão em alta em 2024 (de 3,5% para 4,3%). Mas mais relevante que isso são os dados de que já dispomos neste início de ano. Em média os preços subiram mensalmente 0,7% nos primeiros três meses deste ano de acordo com o índice de preços residenciais elaborado pela Confidencial Imobiliário (CI). Dados desta mesma instituição indicam crescimento no número de transações de imóveis quer em termos trimestrais face ao último trimestre de 2023 quer em termos homólogos. Na avaliação bancária da habitação divulgada pelo INE, o mês de março registou o aumento mensal mais significativo do valor mediano/m² desde janeiro de 2023 (+1,28%, o que corresponde a +20 eur/m², para 1.580 euros). Estes bons dados ocorrem à boleia da melhoria das expectativas: o indicador da CI a três meses para as vendas apresentou um pequeno aumento no saldo de respostas extremas de +1% no mês passado para +7% este mês (o terceiro mês consecutivo de leituras positivas após vários meses de leituras negativas). À semelhança das expectativas de vendas, as expectativas de preços para os próximos 3 meses tornaram-se mais positivas, registando um saldo líquido de +4% nos últimos resultados. Esta é a primeira leitura positiva das expectativas de preços a curto prazo desde abril de 2023. Com a manutenção de uma oferta limitada de imóveis e mais confiança na proximidade temporal de um corte de taxas, este mercado continua muito resiliente.

Tiago Belejo Correia

Previsão para o PIB

Varição trimestral (%)



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

Turismo: como fechou 2023 e como abriu 2024

Em 2023 o sector turístico em Portugal continuou a sua trajetória de recuperação, superando expectativas e estabelecendo novos máximos em vários parâmetros. Para 2024 esperamos a manutenção de bom tom, mas a um ritmo mais perto da velocidade cruzeiro.

Vários recordes estabelecidos em 2023

É difícil apontar uma métrica na qual não se tenham superado níveis históricos o ano passado. Começando logo no número de dormidas (77,1 milhões) e de hóspedes, que passaram os 30 milhões. Este número é sensivelmente o dobro do registo de há dez anos e atesta bem a forma como cresceu o sector.

Apesar da quebra abrupta nos anos da pandemia o país foi dos que apresentou uma maior capacidade de recuperação dos turistas não residentes e ao desempenho de 2023 não são alheios também outros fatores: a procura reprimida e poupanças excendatárias acumuladas ainda do período pandémico; a boa dinâmica do mercado emissor dos EUA; e, eventos *one-off* como as Jornadas Mundiais da Juventude, por exemplo.

A evolução das dormidas face a 2022 foi mais forte nos turistas não-residentes (+15%) do que nos residentes (+2%) e colocou novamente o *mix* de dormidas nos padrões que se verificavam antes da pandemia (70% foram efetuadas por não-residentes e 30% pelos residentes). Tudo pesado, os hóspedes residentes excederam o nível pré-pandemia em 10% (já o tinham feito em 2022, em 4%) e os não residentes fizeram-no pela primeira vez, em 14%. Dentro dos não residentes é de destacar o desempenho extraordinário que o mercado emissor dos EUA tem tido nos últimos anos, colocando o número de hóspedes norte americanos num nível 70% acima do pré-pandemia e como terceiro mercado emissor mais volumoso.¹ Por tipologia, quase 82% das dormidas foram feitas na Hotelaria, mas as dormidas em Alojamento local registaram o maior crescimento homólogo (+16%, contra 10% da Hotelaria e 11% do Turismo rural e habitação). Por região, o crescimento homólogo em dormidas mais forte foi no Norte (+15%) e na AL Lisboa (+13%). Também no âmbito regional é de registar que no Algarve, as dormidas de residentes recuaram quer face ao pré-pandemia (-6%) quer face a 2022 (-7%), possivelmente pelo fator preço² combinado com a concorrência de destinos com características idênticas e geograficamente próximas, no Sul de Espanha.

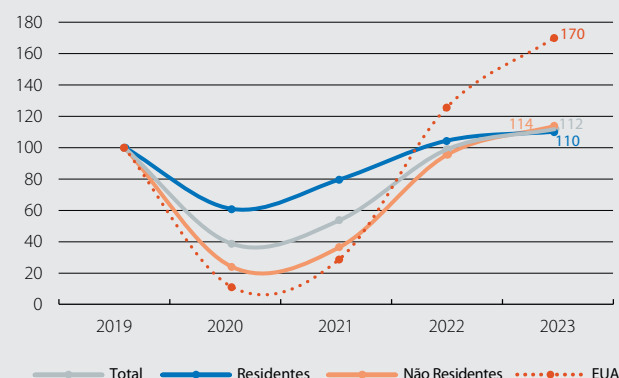
Financeiramente estes números traduziram-se em Proventos Totais nos estabelecimentos de alojamento turístico que ascenderam a 6 mil milhões de euros. Um crescimento nominal de +20,1% que também se verifica em termos reais (a inflação global média anual em 2023 foi de 4,3% e a inflação que respeita exclusivamente dos serviços de alojamento foi de 17,2%). Quando olhamos para as contas externas, observa-se que o saldo da balança do turismo no conjunto de 2023 cresceu 20,7% e emprestou

1. A este propósito [ver o artigo](#) que consta da *Informação Mensal* de julho de 2023 «*Back to the future: a nova vaga de turistas dos EUA*».

2. Em agosto de 2023 atingiu um RevPAR histórico de 157,9 eur.

Nº de hóspedes (residentes vs não-residentes)

Nível (2019 = 100)



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

um contributo positivo equivalente a 7,1% do PIB. Não obstante, é curioso verificar que no trimestre turístico mais forte (o terceiro), o crescimento homólogo das importações de turismo foi mais forte que o crescimento das exportações. Este dado põe em evidência o facto de as viagens de residentes para o estrangeiro terem crescido 30,3% homólogo no 3T 2023 face a um recuo de -3,1% das viagens dentro do país. Viajamos mais em Portugal (86% de todas as viagens dos residentes) mas o ritmo de crescimento das viagens dos portugueses para o estrangeiro em 2023 foi superior ao das viagens «dentro de portas» (21,5% e 2,4%, respetivamente). Os principais destinos das viagens para o estrangeiro foram Espanha (41,6%), França (10,1%) e Itália (6,9%).

2024 com entrada tímida, mas Páscoa ajuda à recuperação

No primeiro trimestre de 2024 há um crescimento no número total de turistas e de dormidas face ao trimestre homólogo de 2023 (+7,7% e +7,1%, respetivamente). São crescimentos assinaláveis tendo em atenção que a base de comparação é 2023, mas encobrem algumas nuances nos primeiros três meses do ano. Isso é bem visível no quarto gráfico onde está representada a variação de dormidas nos três primeiros meses do ano face aos períodos homólogos. Em janeiro o desempenho foi muito modesto, o total de dormidas inclusivamente caiu face a janeiro de 2023 (-0,3%) e a quebra foi mais marcada nas dormidas dos residentes (-3%). O desempenho foi melhorando ao longo do trimestre e em março quer as dormidas de residentes quer as de não residentes evoluíram acima dos 10% homólogos. Em parte, esta boa performance foi influenciada pela estrutura móvel do calendário, ou seja, pelo efeito do período de férias associado à Páscoa: este ano o período festivo repartiu-se entre março e abril e em 2023 ocorreu apenas em abril. Naturalmente, isto traduziu-se numa taxa de ocupação-cama inferior em janeiro (e ainda em fevereiro), recuperando em março para o registo mais elevado da série nesse mês (42%).

Viagens Mensais por destino

Milhares

Mês	Total (n.º)			Total Portugal (n.º)			Total Estrangeiro (n.º)		
	2019	2022	2023	2019	2022	2023	2019	2022	2023
Total	24.463	22.627	23.668	21.363	19.969	20.440	3.100	2.657	3.228
Janeiro	1.501	1.373	1.570	1.313	1.275	1.423	188	97	148
fevereiro	1.539	1.538	1.781	1.363	1.401	1.529	176	137	252
Março	1.634	1.431	1.502	1.422	1.261	1.352	212	170	150
Abril	2.060	1.972	2.177	1.739	1.666	1.873	321	306	304
Maiο	1.539	1.456	1.546	1.356	1.282	1.334	184	174	212
Junho	2.001	1.901	1.933	1.677	1.641	1.636	323	260	297
Julho	2.607	2.565	2.523	2.304	2.294	2.192	303	271	330
Agosto	4.122	3.614	3.685	3.595	3.206	3.136	527	408	548
Setembro	1.939	1.778	1.806	1.705	1.549	1.502	234	229	305
Outubro	1.443	1.270	1.297	1.278	1.103	1.130	165	167	166
Novembro	1.555	1.350	1.266	1.365	1.188	1.080	190	161	187
Dezembro	2.524	2.381	2.583	2.246	2.103	2.252	278	278	331

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

Por regiões e em volume, Norte e Algarve apresentaram o maior aumento de dormidas no 1T 2024 face ao homólogo; em termos de variação destaca-se a região do Oeste e Vale do Tejo (+23%), o Norte (+10%) e o Centro (+10%). Por mercado emissor o maior crescimento dá-se em origens com menos peso no total, o que sublinha o movimento de diversificação do turismo português. Com efeito, com crescimento de hóspedes acima de 20% face ao 1T 2023 destacamos a Irlanda (23%), Dinamarca (25%), Polónia (26%) e Canadá (30%). Pela negativa um mercado emissor que é dos mais representativos, a França (-7,1%). Em volume os EUA continuam a destacar-se, com mais 41,6 mil turistas.

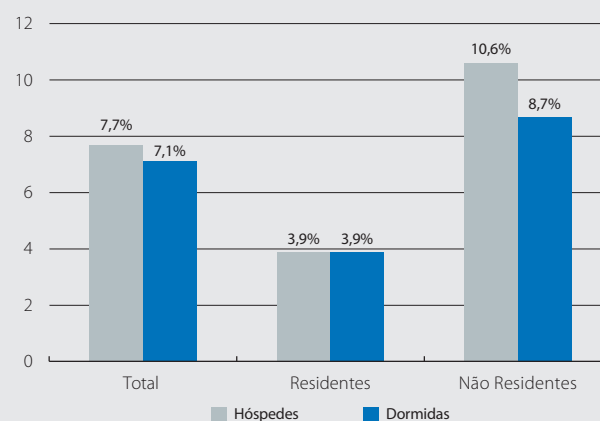
No global os dados do primeiro trimestre entroncam com a nossa visão do que será a evolução do turismo em 2024, com um aumento esperado de turistas na ordem dos 5%. O efeito *rebound* de recuperação pós-pandemia está esgotado, há uma maior proximidade ao limite da capacidade instalada aeroportuária e a manutenção de alguma cautela por parte dos viajantes dos mercados Europeus mais centrais, com maior proximidade ao conflito na Ucrânia. Por outro lado, o cenário central macroeconómico que afasta a recessão na Zona Euro (principais mercados emissores de turistas para Portugal) vai continuar a suportar o crescimento do sector no país. Isto será associado a alguma recuperação de poder de compra via crescimento de salários, redução da inflação e das taxas de juro. Já no 2T 2024, em abril, o número de voos nos aeroportos nacionais continua a superar os verificados no ano anterior, o que é um bom indicativo para os próximos tempos.

Em suma, pese embora estes primeiros dados do ano sejam no geral em linha com o que antecipámos, fica por confirmar se a tendência forte de março se vai prolongar ou se o desempenho modesto de janeiro e fevereiro será mais dominante.

Tiago Belejo Correia

Nº de hóspedes e dormidas

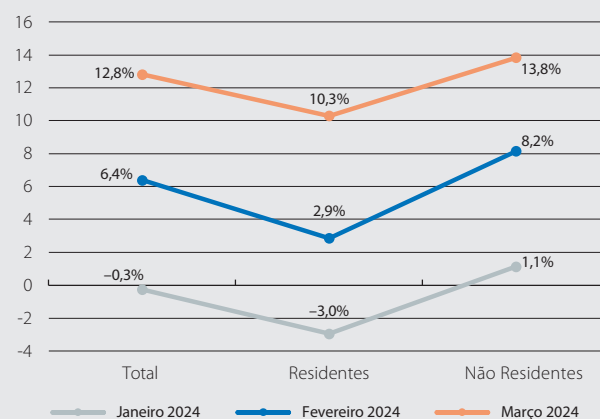
Variação 1T 2024 face ao 1T 2023 (%)



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

Nº de dormidas

Variação face ao mesmo mês de 2023 (%)



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

Turismo: como fechou 2023 e como abriu 2024

Em 2023 o setor turístico em Portugal continuou a sua trajetória de recuperação, superando expectativas e estabelecendo novos máximos em vários parâmetros. Para 2024 esperamos a manutenção de bom tom, mas a um ritmo mais perto da velocidade cruzeiro.

Vários recordes estabelecidos em 2023

É difícil apontar uma métrica na qual não se tenham superado níveis históricos o ano passado. Começando logo no número de dormidas (77,1 milhões) e de hóspedes, que passaram os 30 milhões. Este número é sensivelmente o dobro do registo de há dez anos e atesta bem a forma como cresceu o setor.

Apesar da quebra abrupta nos anos da pandemia o país foi dos que apresentou uma maior capacidade de recuperação dos turistas não residentes e ao desempenho de 2023 não são alheios também outros fatores: a procura reprimida e poupanças excendatárias acumuladas ainda do período pandémico; a boa dinâmica do mercado emissor dos EUA; e, eventos *one-off* como as Jornadas Mundiais da Juventude, por exemplo.

A evolução das dormidas face a 2022 foi mais forte nos turistas não-residentes (+15%) do que nos residentes (+2%) e colocou novamente o *mix* de dormidas nos padrões que se verificavam antes da pandemia (70% foram efetuadas por não-residentes e 30% pelos residentes). Tudo pesado, os hóspedes residentes excederam o nível pré-pandemia em 10% (já o tinham feito em 2022, em 4%) e os não residentes fizeram-no pela primeira vez, em 14%. Dentro dos não residentes é de destacar o desempenho extraordinário que o mercado emissor dos EUA tem tido nos últimos anos, colocando o número de hóspedes norte americanos num nível 70% acima do pré-pandemia e como terceiro mercado emissor mais volumoso.¹ Por tipologia, quase 82% das dormidas foram feitas na Hotelaria, mas as dormidas em Alojamento local registaram o maior crescimento homólogo (+16%, contra 10% da Hotelaria e 11% do Turismo rural e habitação). Por região, o crescimento homólogo em dormidas mais forte foi no Norte (+15%) e na AL Lisboa (+13%). Também no âmbito regional é de registar que no Algarve, as dormidas de residentes recuaram quer face ao pré-pandemia (-6%) quer face a 2022 (-7%), possivelmente pelo fator preço² combinado com a concorrência de destinos com características idênticas e geograficamente próximas, no Sul de Espanha.

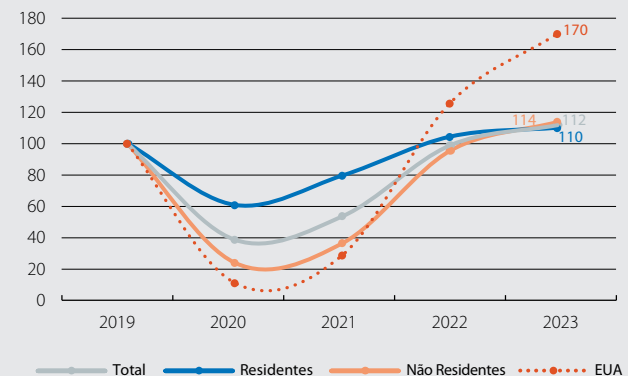
Financeiramente estes números traduziram-se em Proventos Totais nos estabelecimentos de alojamento turístico que ascenderam a 6 mil milhões de euros. Um crescimento nominal de +20,1% que também se verifica em termos reais (a inflação global média anual em 2023 foi de 4,3% e a inflação que respeita exclusivamente dos serviços de alojamento foi de 17,2%). Quando olhamos para as contas externas, observa-se que o saldo da balança do turismo no conjunto de 2023 cresceu 20,7% e emprestou

1. A este propósito [ver o artigo](#) que consta da *Informação Mensal* de julho de 2023 «*Back to the future: a nova vaga de turistas dos EUA*».

2. Em agosto de 2023 atingiu um RevPAR histórico de 157,9 eur.

Nº de hóspedes (residentes vs não-residentes)

Nível (2019 = 100)



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

um contributo positivo equivalente a 7,1% do PIB. Não obstante, é curioso verificar que no trimestre turístico mais forte (o terceiro), o crescimento homólogo das importações de turismo foi mais forte que o crescimento das exportações. Este dado põe em evidência o facto de as viagens de residentes para o estrangeiro terem crescido 30,3% homólogo no 3T 2023 face a um recuo de -3,1% das viagens dentro do país. Viajamos mais em Portugal (86% de todas as viagens dos residentes) mas o ritmo de crescimento das viagens dos portugueses para o estrangeiro em 2023 foi superior ao das viagens «dentro de portas» (21,5% e 2,4%, respetivamente). Os principais destinos das viagens para o estrangeiro foram Espanha (41,6%), França (10,1%) e Itália (6,9%).

2024 com entrada tímida, mas Páscoa ajuda à recuperação

No primeiro trimestre de 2024 há um crescimento no número total de turistas e de dormidas face ao trimestre homólogo de 2023 (+7,7% e +7,1%, respetivamente). São crescimentos assinaláveis tendo em atenção que a base de comparação é 2023, mas encobrem algumas nuances nos primeiros três meses do ano. Isso é bem visível no quarto gráfico onde está representada a variação de dormidas nos três primeiros meses do ano face aos períodos homólogos. Em janeiro o desempenho foi muito modesto, o total de dormidas inclusivamente caiu face a janeiro de 2023 (-0,3%) e a quebra foi mais marcada nas dormidas dos residentes (-3%). O desempenho foi melhorando ao longo do trimestre e em março quer as dormidas de residentes quer as de não residentes evoluíram acima dos 10% homólogos. Em parte, esta boa performance foi influenciada pela estrutura móvel do calendário, ou seja, pelo efeito do período de férias associado à Páscoa: este ano o período festivo repartiu-se entre março e abril e em 2023 ocorreu apenas em abril. Naturalmente, isto traduziu-se numa taxa de ocupação-cama inferior em janeiro (e ainda em fevereiro), recuperando em março para o registo mais elevado da série nesse mês (42%).

Viagens Mensais por destino

Milhares

Mês	Total (n.º)			Total Portugal (n.º)			Total Estrangeiro (n.º)		
	2019	2022	2023	2019	2022	2023	2019	2022	2023
Total	24.463	22.627	23.668	21.363	19.969	20.440	3.100	2.657	3.228
Janeiro	1.501	1.373	1.570	1.313	1.275	1.423	188	97	148
fevereiro	1.539	1.538	1.781	1.363	1.401	1.529	176	137	252
Março	1.634	1.431	1.502	1.422	1.261	1.352	212	170	150
Abril	2.060	1.972	2.177	1.739	1.666	1.873	321	306	304
Maiο	1.539	1.456	1.546	1.356	1.282	1.334	184	174	212
Junho	2.001	1.901	1.933	1.677	1.641	1.636	323	260	297
Julho	2.607	2.565	2.523	2.304	2.294	2.192	303	271	330
Agosto	4.122	3.614	3.685	3.595	3.206	3.136	527	408	548
Setembro	1.939	1.778	1.806	1.705	1.549	1.502	234	229	305
Outubro	1.443	1.270	1.297	1.278	1.103	1.130	165	167	166
Novembro	1.555	1.350	1.266	1.365	1.188	1.080	190	161	187
Dezembro	2.524	2.381	2.583	2.246	2.103	2.252	278	278	331

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

Por regiões e em volume, Norte e Algarve apresentaram o maior aumento de dormidas no 1T 2024 face ao homólogo; em termos de variação destaca-se a região do Oeste e Vale do Tejo (+23%), o Norte (+10%) e o Centro (+10%). Por mercado emissor o maior crescimento dá-se em origens com menos peso no total, o que sublinha o movimento de diversificação do turismo português. Com efeito, com crescimento de hóspedes acima de 20% face ao 1T 2023 destacamos a Irlanda (23%), Dinamarca (25%), Polónia (26%) e Canadá (30%). Pela negativa um mercado emissor que é dos mais representativos, a França (-7,1%). Em volume os EUA continuam a destacar-se, com mais 41,6 mil turistas.

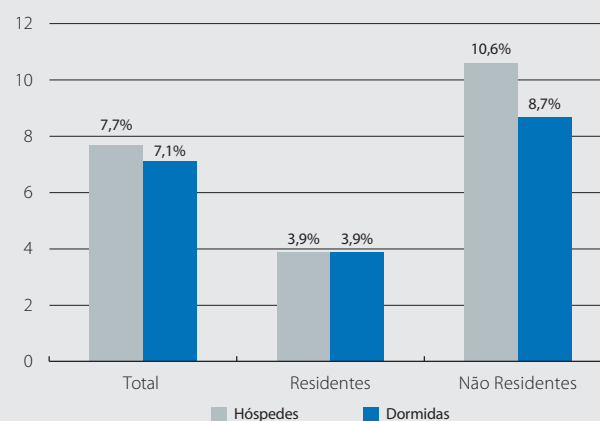
No global os dados do primeiro trimestre entroncam com a nossa visão do que será a evolução do turismo em 2024, com um aumento esperado de turistas na ordem dos 5%. O efeito *rebound* de recuperação pós-pandemia está esgotado, há uma maior proximidade ao limite da capacidade instalada aeroportuária e a manutenção de alguma cautela por parte dos viajantes dos mercados Europeus mais centrais, com maior proximidade ao conflito na Ucrânia. Por outro lado, o cenário central macroeconómico que afasta a recessão na Zona Euro (principais mercados emissores de turistas para Portugal) vai continuar a suportar o crescimento do setor no país. Isto será associado a alguma recuperação de poder de compra via crescimento de salários, redução da inflação e das taxas de juro. Já no 2T 2024, em abril, o número de voos nos aeroportos nacionais continua a superar os verificados no ano anterior, o que é um bom indicativo para os próximos tempos.

Em suma, pese embora estes primeiros dados do ano sejam no geral em linha com o que antecipámos, fica por confirmar se a tendência forte de março se vai prolongar ou se o desempenho modesto de janeiro e fevereiro será mais dominante.

Tiago Belejo Correia

Nº de hóspedes e dormidas

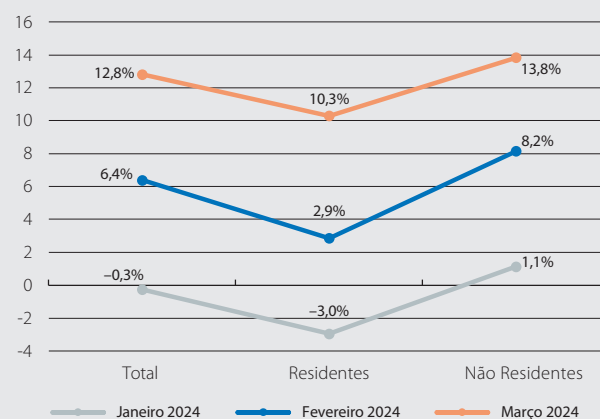
Variação 1T 2024 face ao 1T 2023 (%)



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

Nº de dormidas

Variação face ao mesmo mês de 2023 (%)



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

Virámos a página do panorama orçamental... e agora?

2023 voltou a ser um ano surpreendente para as contas públicas. O crescimento expressivo da receita, e bastante acima da despesa, contribuiu para um excedente de 1,2% do PIB, um valor histórico em democracia,¹ e significativamente acima da última previsão do Governo, inscrita no OGE 2024 (de 0,8%). O melhor comportamento do que o esperado foi explicado pela receita fiscal e contributiva, que ficou mais de 1.100 milhões de euros acima do previsto, ao mesmo tempo que a despesa ficou em cerca de 440 milhões de euros abaixo da última estimativa, com uma execução abaixo do esperado no caso do consumo intermédio, prestações sociais e investimento. Apesar disto, o saldo orçamental de 2023 foi afetado por medidas *one-off* que prejudicaram o saldo em cerca de 0,5 p. p., o que implicaria que o excedente tivesse atingido os 1,7% do PIB caso estas medidas não tivessem existido.²

Outro aspeto interessante é o retorno a uma certa normalidade no pós-pandemia, visível, por exemplo, no peso da despesa corrente primária no PIB, indicador-chave para analisar a despesa pública rígida, que diminuiu face ao registado em 2019 (-0,3 p. p.). Outro aspeto interessante é que, apesar do aumento expressivo dos encargos com juros em 2023 (+23,3%), o seu peso no PIB ainda está 0,8 p. p. abaixo do registado em 2019, e o investimento, apesar de constantemente sobreorçamentado, aproxima-se dos 3% do PIB (atingiu o peso mais elevado desde 2012, excluindo o período da pandemia). Adicionalmente, importa olhar para as receitas das Administrações Públicas; neste ponto, é de realçar o aumento de 1 p. p. do peso da receita total no PIB, explicado pela receita fiscal e contributiva (cujo aumento neste período, de cerca de 27%, excedeu o crescimento do PIB nominal, de cerca de 24%) e também da receita de capital, influenciada pelos fundos provenientes da UE (nomeadamente os do PRR). Neste contexto, o saldo primário manteve-se excedentário e supera o registado em 2019, enquanto o rácio de dívida pública ficou 17,5 p. p. abaixo do registado no pré-COVID, atingindo o rácio mais baixo desde 2009.

Os últimos anos viraram a página do panorama orçamental: o compromisso com a consolidação das contas públicas passou a ser o novo normal. Assim, perante um cenário de crescimento económico, robustez do mercado de trabalho e desaceleração da inflação para o objetivo dos 2%, mantemos um cenário de ligeiro excedente orçamental para os próximos 4 anos.³

1. É preciso recuar até 1973 para encontrar um excedente superior ao registado em 2023; nessa altura, o saldo orçamental atingiu os 1,5% do PIB.

2. Estimativa do CFP, inscrita no documento «Perspetivas económicas e orçamentais 2024-2028». Dentro destas medidas, destacam-se os 916 milhões de euros de perdas adicionais de créditos detidos pela Parvalorem e não passíveis de recuperação, de acordo com a mesma fonte de informação.

3. O cenário apresentado neste artigo inclui medidas conhecidas à data da respetiva atualização; por exemplo, o impacto das medidas de desagravamento do IRS (avaliadas em cerca de 1.300 milhões de euros), as medidas incluídas no OGE 2024 e outras inscritas no Programa de Estabilidade e Crescimento 2023-2027 (uma vez que o recente PEC foi construído em políticas invariantes e não contém novas medidas de política orçamental).

Principais rubricas das contas públicas

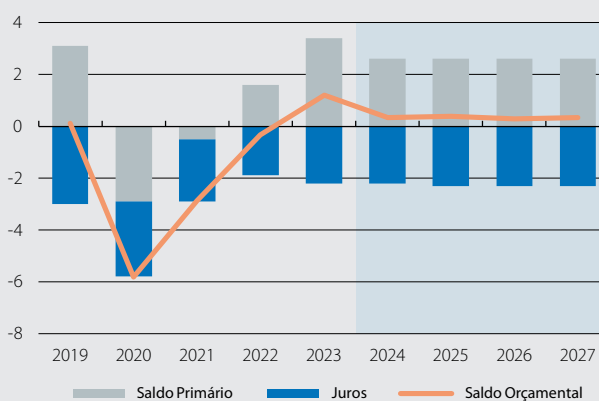
(% PIB)

	2019	2023	Varição 2023-2019
Receita corrente	42,2	42,6	0,4
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,5	1,0
Receita capital	0,4	0,9	0,6
Receita total	42,6	43,5	1,0
Despesas com pessoal	10,8	10,5	-0,3
Prestações sociais	18,1	17,5	-0,7
Juros	3,0	2,2	-0,8
Investimento	1,8	2,6	0,7
Despesa total	42,5	42,3	-0,1
Despesa Corrente Primária	36,7	36,3	-0,3
Saldo Global	0,1	1,2	1,1
Saldo primário	3,1	3,4	0,3
Dívida Pública	116,6	99,1	-17,5

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

Evolução do Saldo Orçamental

(% PIB)



Nota: Projeções do BPI Research para 2024-2027.

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

Por um lado, a receita total deverá aumentar em percentagem do PIB nos próximos anos e deverá atingir um pico em 2026. Isto acontece porque a receita de capital irá beneficiar com os fundos europeus, nomeadamente os relativos ao PRR, o que implica que a sua percentagem no PIB aumente até 2025, estabilize em 2026 em torno dos 1,7%, e depois caia para níveis mais em linha com os valores registados no passado (em torno dos 0,5%). Por sua vez, a receita fiscal e contributiva irá beneficiar da dinâmica da atividade económica e da robustez do mercado de trabalho ao longo do horizonte de projeção, mas espera-se que o ritmo de crescimento médio anual seja inferior ao esperado para o PIB nominal, o que implica uma redução do seu peso no PIB ao longo dos próximos anos. Isto acontece perante a expectativa de implementação de medidas de desagravamento fiscal, nomeadamente ao nível do IRS. Assim, deverá cair dos estimados 37,4% em 2024 para cerca de 37% em 2027.

A despesa também irá aumentar o seu peso no PIB até 2026, também por via do impacto do PRR no saldo orçamental, reduzindo posteriormente para menos de 43% do PIB em 2027.⁴ Neste sentido, as despesas de capital apresentarão um perfil semelhante ao da receita de capital, aumentando até 2025, estabiliza em 2026 em torno dos 4,4% e reduz em 2027, ficando abaixo dos 4% do PIB nesse ano. Por sua vez, as despesas com pessoal deverão praticamente estabilizar abaixo dos 11% do PIB em todo o horizonte de projeção, ainda que seja exetável pressão orçamental por via da atualização dos salários dos funcionários públicos e outras medidas que possam vir a ser tomadas e não incorporadas neste cenário. Ao mesmo tempo, as prestações sociais deverão evoluir em linha com a atualização das pensões (de acordo com a fórmula de cálculo), refletindo também a atualização esperada para o Indexante dos Apoios Sociais de acordo com o mencionado no Programa de Estabilidade 2023-2027 e impactos sobre as prestações que dependem deste indexante.

Por fim, os encargos com juros continuarão a aumentar no horizonte de projeção, ainda que a um ritmo cada vez menor. Neste sentido, o encargo com juros deverá aumentar para 2,3% do PIB em 2025 e assim deverá permanecer nos anos seguintes. Esta trajetória reflete o aumento dos custos de financiamento nos mercados, esperando-se que a taxa de juro dos títulos de dívida pública portuguesa a 10 anos exceda os 3% em todo o horizonte de projeção. Ainda assim, o peso dos juros no PIB compara de forma positiva com os 3,0% registados em 2019, antes da pandemia e quando os custos de financiamento eram substancialmente mais baixos. Num exercício muito simplista, caso a taxa de juro das OTs a 10 anos atinja o dobro do que estamos à espera (o que implicaria custos de financiamento semelhantes aos de 2013), a taxa de juro implícita superaria os 4% no final do horizonte (face a 2,8% no cenário atual) e o seu peso no PIB seria semelhante ao registado em 2018. Apesar disto, e mantendo-se tudo o resto constante, o saldo orçamental atingiria défices inferiores a 1% do PIB, e o rácio de dívida pública ficaria em torno dos 86% em 2027 (face ao cenário atual, inferior a 84%). Mesmo neste cenário, as duas salvaguardas inscritas nas novas regras orçamentais europeias (défice e dívida) não estariam em causa.⁵

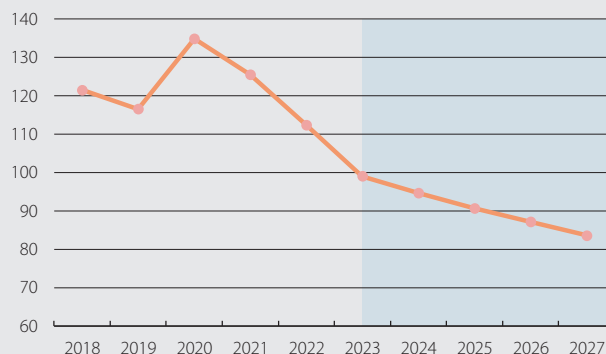
Entretanto, a execução orçamental conhecida para o 1T 2024 aponta para um défice de 0,4% do PIB, com a receita a aumentar bastante menos do que a despesa. No entanto, ainda é cedo para tirar conclusões claras sobre a execução de 2024; de facto, o início de ano traz sempre

4. Importa ter presente as diferenças na contabilização dos fundos provenientes do PRR e do seu impacto nas contas públicas. Tal como é explicado pelo CFP, as subvenções respeitam o princípio da neutralidade dos fundos europeus: esta parcela é contabilizada como receita pública e, em sentido contrário, como despesa associada a um investimento. No entanto, este princípio não se aplica aos empréstimos, uma vez que estes não são contabilizados como receita de capital, mas vão ser contabilizados do lado da despesa, aquando a execução do respetivo investimento. Neste sentido, a componente de empréstimos também contribui para o aumento da dívida pública.

5. Para mais informações quanto às regras fiscais, ver o focus «Ano novo, novas regras orçamentais europeias: Portugal em foco», no IM03/2024.

Evolução do rácio de dívida pública portuguesa

(% PIB)



Nota: Projeções do BPI Research para 2024-2027.

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

maior complexidade na comparação com o ano anterior, perante os diferentes perfis de pagamento de despesa e/ou recebimento de receita. Por exemplo, as despesas com pessoal e as transferências correntes estão a aumentar de forma expressiva em termos homólogos, e uma das razões prende-se com a comparação homóloga adversamente afetada pela atualização extraordinária de salários e pensões em maio e julho de 2023, respetivamente.⁶

Apesar de um cenário que parece mais animador para as contas públicas do que no passado, os riscos continuam à espreita. Para além de todos os riscos associados ao cenário macroeconómico (nomeadamente a possibilidade de uma desaceleração acentuada da economia, um agravamento da situação no mercado de trabalho, um cenário de maior incerteza, turismo bastante fraco ou uma reduzida execução do PRR), juntam-se os riscos orçamentais, ou seja, decorrentes de decisões ou circunstâncias de política orçamental. Dentro destas, destacam-se as pressões orçamentais decorrentes da atualização e revisão de carreiras na função pública, e da atualização e outras medidas do lado das pensões e outros apoios sociais, algumas delas que vão aparentemente avançar, mas sem estimativa de custos. A estas juntam-se outras como, por exemplo, a pressão para maiores investimentos no sector da defesa (para atingir o compromisso junto da NATO dos 2% do PIB) e outras medidas que podem surgir para atenuar outros eventos adversos (por exemplo, medidas para mitigar os efeitos da seca).

Ainda que o cenário apresentado neste artigo não incorpore estes riscos negativos, destacá-los e preparar as finanças públicas para um eventual surgimento é fundamental para manter o compromisso orçamental.

Vânia Duarte

6. Por exemplo, se ajustarmos o crescimento das transferências correntes a este e outros fatores de menores dimensões, o saldo orçamental teria ficado em cerca de 700 milhões de euros (cerca de 1% do PIB), mantendo-se tudo o resto constante.

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	03/24	04/24	05/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,2	3,6	3,3	2,6	2,1	2,0	1,9	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-5,4	-4,5	-3,5	1,4	4,0	5,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-5,9	-9,0	-9,3	-7,9	-7,1	-6,8	-6,8
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	6,0	1,4	9,7	2,3	-23,1	-42,2	...	...
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	5,9	6,5	7,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	13,1	13,1	11,0	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	12,4	5,8	1,7	6,3	7,0	6,4	5,0
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	1,9	2,2	0,5	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,4	2,7	2,7	2,1	2,1	2,2	2,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-22,6	-20,4	-18,5
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	2,0	2,8	2,2	1,6	1,8	2,2	1,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	6,8	6,4	6,3	...
PIB	6,8	2,3	2,6	1,9	2,1	1,5	-	-	-

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	03/24	04/24	05/24
Inflação global	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,3	2,2	3,1
Inflação subjacente	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,5	2,0	2,7

Sector 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	03/24	04/24	05/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	-5,0	-5,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,2	12,5	1,1	-4,2	-7,5	-7,5	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	1,5	4,1	3,6	5,1	5,1	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	4,6	4,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	0,5	0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	4,5	7,3	7,2	8,8	8,8	...	...

Crédito e depósitos dos sectores 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	03/24	04/24	05/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	2,7	2,7	3,5	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	-11,2	-11,2	-10,3	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	20,2	20,2	20,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	9,1	9,1	3,6	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,0	-2,4	-2,6	2,9	2,9	3,5	...
Saldo vivo de crédito¹									
Sector privado	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	-0,8	-0,8	-0,6	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	-1,9	-1,9	-1,9	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	2,0	2,0	2,5	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	5,9	5,9	-1,4	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,1	-1,8	-1,7	-0,6	-0,6	-0,6	...
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 atividade em Espanha mantém um dinamismo impressionante

O dinamismo da economia espanhola continua a ser superior ao previsto no início do ano, graças, sobretudo, à dinâmica do sector terciário, especialmente das atividades ligadas ao turismo, e à força da criação de emprego. Nos próximos trimestres, o contexto será também apoiado por fatores como uma política monetária menos restritiva, pressões inflacionistas numa trajetória de correção e a esperada aceleração da execução dos fundos europeus do NGEU.

Os dados surpreendentes do crescimento do PIB no 1T 2024 (0,7% em cadeia, muito superior ao da Zona Euro), juntamente com o vigor observado nos indicadores já disponíveis para o 2T (PMI, emprego, consumo, etc.), confirmam o bom momento da economia espanhola. Acresce a este facto o arrastamento positivo para o crescimento em 2024 decorrente da revisão em alta do crescimento do PIB nos últimos três trimestres de 2023. Tudo isto leva-nos a aumentar a nossa previsão de crescimento para este ano em 0,5 p. p., para 2,4% (ver «Novo cenário económico: a economia espanhola volta a surpreender pela positiva», no mesmo relatório).

Conforme os indicadores disponíveis para o 2T, há sinais positivos de que a economia continua a crescer a bom ritmo. O inquérito PMI sobre o sentimento empresarial no sector dos serviços situou-se em 56,9 em maio (56,2 em abril), muito acima do nível de expansão (50) e o mais elevado desde abril de 2023. No sector terciário, continua a destacar-se o extraordinário desempenho do turismo: chegaram em abril 7,83 milhões de turistas, mais 8,3% do que em abril do ano passado, que gastaram 9.565 milhões de euros, os valores mais elevados da série nesse mês, o que aponta para um novo ano recorde para o sector. Relativamente ao sector da indústria transformadora, a sua reativação foi consolidada, com o seu PMI em território expansionista pelo quarto mês consecutivo, atingindo 54 pontos, mais 1,8 pontos do que no mês anterior e o nível mais elevado desde março de 2022.

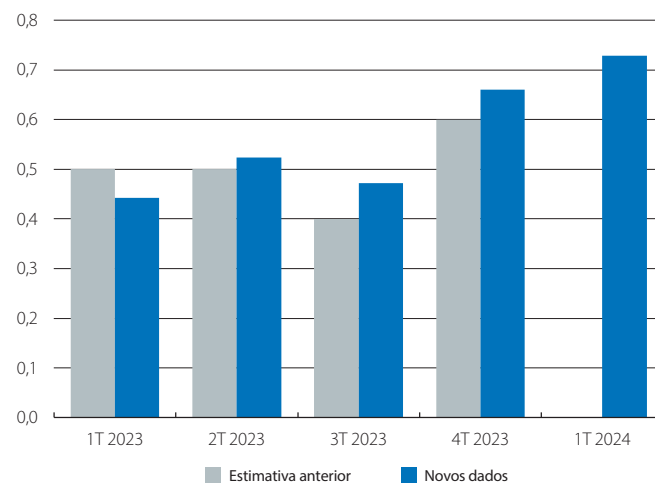
Os indicadores relativos ao consumo também mostram sinais positivos. Por um lado, o índice do comércio a retalho em termos reais, corrigido de efeitos sazonais e de calendário e excluindo estações de serviço, cresceu 0,8% em cadeia em abril, o que compara com uma descida média mensal de 0,2% no 1T. De igual modo, de acordo com o indicador de consumo do Caixa Bank, a atividade dos cartões espanhóis recuperou em maio, após o abrandamento do mês anterior, crescendo 4,4% em termos homólogos (com dados até ao dia 21), acima dos 3,2% registados em abril e semelhante à taxa do 1T (4,3%).

O emprego mantém-se forte, tendo atingido um novo máximo em maio. Por conseguinte, as inscrições aumentaram em 220.289 pessoas em maio, melhorando o recorde de maio do ano passado (200.411) e a média pré-pandémica para esse mês (213.582 no período 2014-2019); o número total de inscritos passa assim para mais de 21,3 milhões. Com os dados corrigidos de sazonalidade, o emprego aumentou no mês em 62.505, em linha com a média mensal do 1T (63.242); até agora, no 2T, o crescimento trimestral das inscrições mantém-se em 0,7%.

A inflação volta a aumentar em maio, mas impulsionada pelas componentes não essenciais. A inflação global aumen-

Espanha: PIB

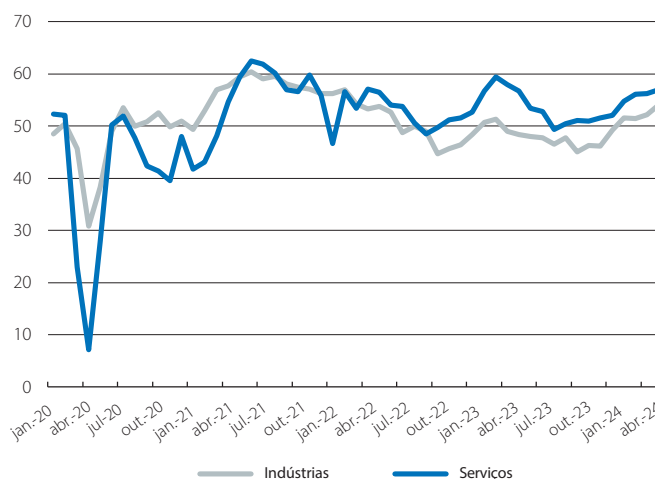
Varição em termos trimestrais (%)



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

Espanha: PMI

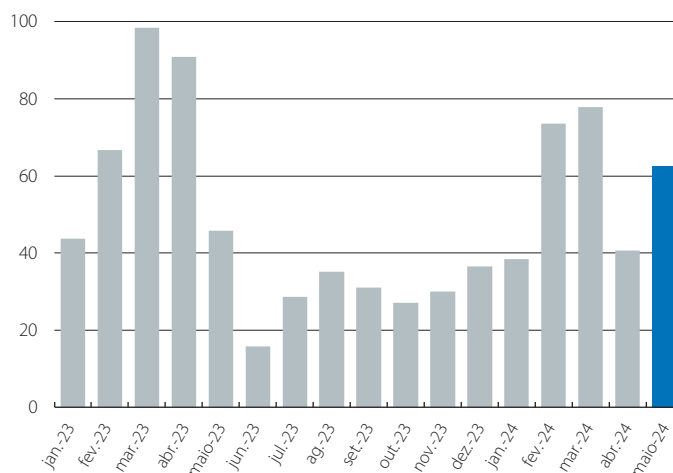
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social *

Varição mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Série corrigida de sazonalidade.

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

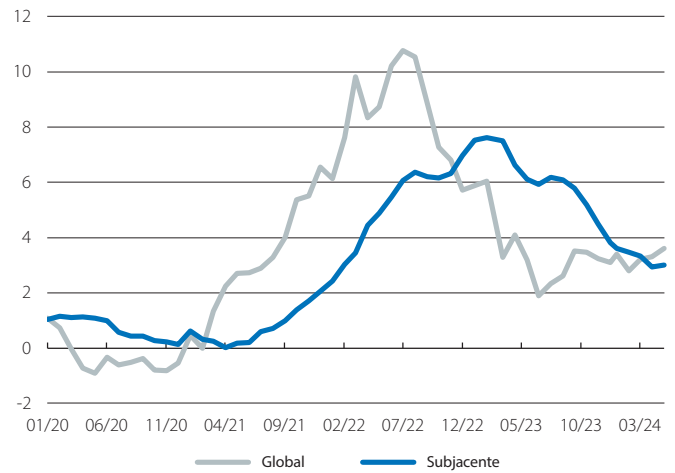
tou em maio, pelo terceiro mês consecutivo, em 1 décima, para 3,6%, a taxa mais elevada desde abril de 2023, segundo o indicador publicado pelo INE. Esta recuperação deve-se ao aumento dos preços da eletricidade e dos combustíveis, que diminuíram em menor grau do que em maio de 2023: a contribuição ascendente da energia responde a um fator cíclico derivado dos aumentos dos diferentes impostos que regulam a fatura da eletricidade. A inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos não transformados, quebrou a tendência descendente dos meses anteriores e subiu ligeiramente para 3,0% (2,9% em abril), devido a um efeito de calendário nos preços dos serviços (a Páscoa em 2023 foi em abril e este ano em março). Em suma, a subida da inflação em maio deve-se a fatores pontuais e está dentro das expectativas, pelo que não introduz riscos de subida nas nossas previsões de moderação gradual nos próximos meses.

Os preços da habitação surpreendem pela positiva no primeiro trimestre. O índice de preços da habitação, elaborado pelo INE, atingiu o nível mais elevado da série disponível desde 2007, depois de ter registado uma subida trimestral de 2,6% no 1T, elevando a taxa homóloga para 6,3% (4,2% anteriormente). Este movimento de aceleração dos preços está a ser generalizado por tipo de habitação, embora a habitação nova esteja a registar taxas homólogas superiores às da habitação em segunda mão (10,1% vs. 5,7%), refletindo um maior desequilíbrio entre a oferta e a procura neste segmento. Todas as regiões registaram uma aceleração da taxa homóloga face ao que tinha sido registado no 4T. A Andaluzia destaca-se como o mercado onde os preços das habitações mais subiram no início do ano (7,9% em termos homólogos), em comparação com regiões como Castela-La Mancha, Galiza e Astúrias, onde a taxa de crescimento é mais moderada, rondando os 5%.

Agravamento do défice comercial no 1T 2024, devido à fraqueza das exportações não energéticas. No 1T, o défice comercial situou-se em 8.105 milhões de euros, ultrapassando o valor do ano anterior (-6.578 milhões de euros) e a média dos primeiros trimestres de 2014-2019 (-6.760 milhões de euros). Este agravamento explica-se pela degradação da balança dos bens não energéticos, dado que o défice energético se manteve relativamente estável. A balança de bens não energéticos registou, assim, um excedente de 9 milhões de euros, em contraste com o saldo positivo de 1.639 milhões de euros no mesmo período de 2023; esta situação ficou a dever-se a uma quebra nas exportações, afetadas sobretudo pela diminuição das vendas de medicamentos e produtos químicos orgânicos (-7,2% em termos homólogos, correspondendo a uma quebra em volume de 6,9% e de 0,3% nos preços), mais intensa do que no caso das importações (-5,5%, com uma quebra em volume de 3,8% e nos preços de 2%). A redução do défice energético foi muito ligeira, passando de 8.218 milhões de euros no 1T 2023 para 8.114 milhões de euros este ano: as exportações diminuíram 28,2% (-21,9% em volume e -8,4% nos preços), mais do que as importações, que diminuíram 15,3% (-12,3% em volume e -3,6% nos preços).

Espanha: IPC

Varição homóloga (%)

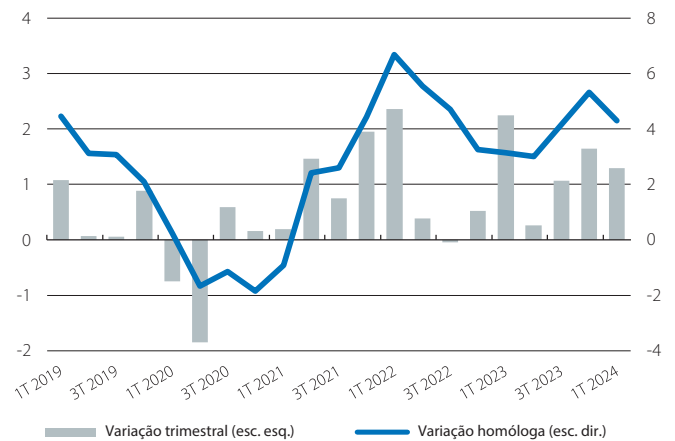


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: preços das casas (valor avaliado)

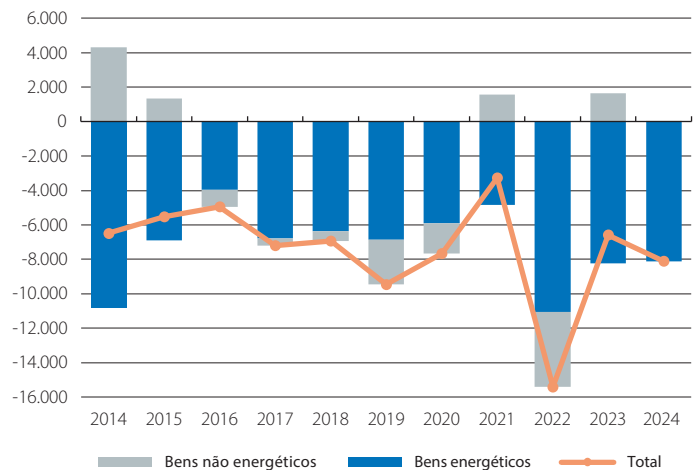
Taxa de variação trimestral (%)

Taxa de variação homóloga (%)



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

Espanha: balança comercial no 1T de cada ano (Milhões de euros)



Nota: Dados segundo a classificação CUCI. Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos serviços aduaneiros de Espanha.

Novo cenário económico: a economia espanhola volta a surpreender pela positiva

O desempenho da economia espanhola nos primeiros meses de 2024 voltou a ser superior às nossas expectativas. Se o valor do crescimento do PIB do último trimestre de 2023 surpreendeu pela positiva, o do 1T confirma o bom desempenho da economia espanhola e leva-nos a rever em alta as nossas previsões. Revisitámos os principais fatores que condicionam o cenário para a economia espanhola, depois de incorporar a nova informação disponível.

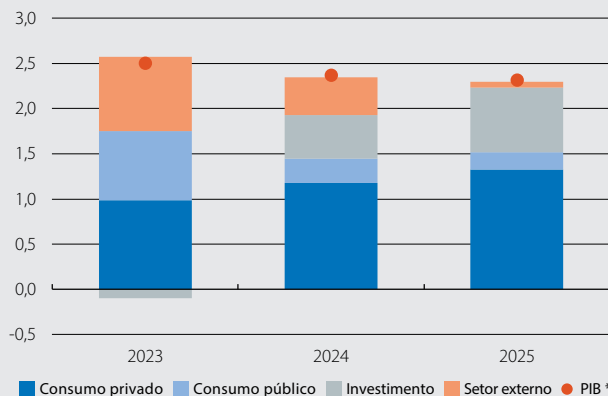
Situação inicial

A economia espanhola voltou a surpreender positivamente pelo segundo trimestre consecutivo, crescendo 0,7% em cadeia no 1T 2024. Esta surpresa vem juntar-se ao valor revisto em alta para o último trimestre de 2023, durante o qual o PIB também cresceu 0,7% em termos trimestrais. A economia espanhola conseguiu, assim, manter um ritmo de crescimento robusto, apesar dos múltiplos fatores que a contrariaram, como a fraqueza das economias da zona euro, a inflação ainda elevada e o impacto da subida das taxas de juro, que se previa que atingisse o seu pico no 1T 2024. Há vários elementos-chave por detrás deste bom desempenho: o bom comportamento do mercado de trabalho, o impulso dos fluxos de imigração, que continuam dinâmicos, e os bons dados do turismo internacional, que mais uma vez excederam as expectativas e explicam o elevado contributo da procura externa para o crescimento. Contrariamente, a procura interna manteve um ritmo de crescimento mais modesto. O investimento, embora tenha registado uma recuperação notável no 1T 2024, continua a ser 2,2% inferior aos níveis do 4T 2019 e o consumo privado está apenas 0,4% acima, apesar de a população ter aumentado 3% desde 2019.

A inflação, por sua vez, que se situou em média nos 3,3% entre janeiro e maio deste ano, teve um comportamento em linha com o que esperávamos, embora com algumas nuances quando entramos no detalhe das diferentes componentes. Nos últimos meses, acentuou-se uma dinâmica oposta entre as diferentes componentes do cabaz do IPC. A inflação subjacente, que exclui a energia e os produtos alimentares, baixou gradualmente para 2,7% em maio (4,4% em 2023), apesar da persistência da inflação dos serviços. Por outro lado, as outras componentes continuam a registar taxas de inflação relativamente elevadas. O agravamento da inflação da energia deve-se principalmente a fatores pontuais: embora o preço da eletricidade no mercado grossista se tenha mantido relativamente baixo, o preço final foi afetado pelo aumento dos diferentes impostos aplicados à fatura da eletricidade. Relativamente aos produtos alimentares, as

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento anual (p. p.)

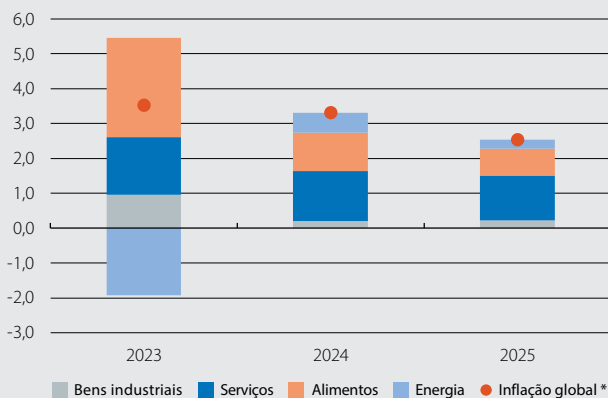


Nota: * Crescimento anual em percentagem.

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

Espanha: inflação

Contribuição para o crescimento anual (p. p.)



Nota: * Crescimento anual em percentagem.

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

taxas de inflação são bastante inferiores às do ano passado (4,6% em abril contra uma média de 11,1% em 2023), mas esta descida deve-se em grande parte a efeitos de base. Com os aumentos mensais ainda acima da média de 2015-2019, a inflação dos géneros alimentícios ainda está distante da normalização.

Revisão dos pressupostos subjacentes ao cenário

Na frente internacional, os principais pressupostos mantêm-se inalterados em relação ao cenário de há dois meses. Em relação à Zona Euro, com um crescimento económico ainda fraco e uma inflação média de 2,5% até maio, mantemos a previsão de quatro cortes nas taxas em 2024 (depo em 3,0% em dezembro de 2024) e mais três em 2025. A política monetária continuará assim a ser um fator favorável à recuperação do investimento. No que respeita

ao preço das principais matérias-primas, a revisão em alta do preço do petróleo bruto Brent para uma média de 87 USD/barril em 2024 (79 USD/barril no cenário anterior) implica que os combustíveis deixarão de contribuir para baixar a inflação. No entanto, o impacto desta revisão é relativamente moderado, uma vez que o petróleo já registou um pico de preços durante o 2S 2023.¹

Perspetivas

Graças aos bons dados do 1T, bem como a uma conjuntura mundial um pouco mais favorável, revemos em alta a nossa previsão de crescimento do PIB para 2024 no seu conjunto, para 2,4% em termos homólogos, e para 2025, para 2,3% em termos homólogos (mais 0,5 e 0,1 p. p. do que no cenário anterior, respetivamente). Independentemente dos dados agregados, esta revisão é acompanhada por uma alteração do padrão de crescimento. Primeiramente, esperamos que a procura interna substitua gradualmente a procura externa como motor do crescimento, tendo em conta o esperado arrefecimento das exportações de bens e a esperada normalização dos fluxos turísticos.² Ao mesmo tempo, esperamos também que o desempenho da procura interna seja marcado por um menor papel do consumo público e por uma reativação progressiva tanto do consumo privado como do investimento.

No que respeita ao consumo privado, os bons dados relativos à criação de emprego e ao crescimento da população conduziram a um forte aumento do rendimento disponível bruto das famílias (RDB), que aumentou 11,0% em termos homólogos em 2023. Com este aumento do PIB, a taxa de poupança subiu para 11,7%, acima da média histórica de 8,2%.³ Com a expectativa de que o BCE baixe as taxas de juro, esperamos que algumas destas poupanças contribuam para um aumento do consumo privado, o que melhoraria o ritmo de crescimento para 2,2% em 2024 (1,7% em 2023) e aceleraria para 2,4% em 2025. No que respeita ao investimento, as nossas previsões apontam para que o investimento comece a ganhar dinamismo, com uma taxa de crescimento de 2,5% em 2024, impulsionado pelos primeiros cortes nas taxas de juro pelo BCE e por uma maior tração na execução dos fundos do NGEU, com um pico de desembolso previsto para 2025.

As boas perspetivas do nosso cenário não se limitam ao crescimento da atividade. Paralelamente à revisão em alta do PIB e ao bom desempenho do emprego até agora registado este ano, revemos em baixa a nossa previsão da

taxa de desemprego para 11,6% em média em 2024 e para 11,1% em 2025 (menos 0,2 e 0,3 p. p. do que no cenário anterior, respetivamente). A previsão é relativamente branda, dado que também revimos em alta o crescimento da população ativa, graças aos elevados fluxos de imigração ainda previstos.

Em contrapartida, o mercado imobiliário continuará a beneficiar, para além da robustez do mercado de trabalho e das taxas de juro mais baixas, do baixo nível de alavancagem das famílias a nível agregado e da resiliência da procura externa. A este propósito, revemos também em alta a nossa previsão para o número anual de compras e vendas para 565 mil (mais 15 mil do que no cenário anterior) e, sobretudo, para os preços da habitação para 4,0% em termos homólogos (mais 1,3 p. p. do que no cenário anterior).

No que respeita à inflação, revemos ligeiramente em alta a nossa previsão para 2024, para uma média anual de 3,2% (mais 0,2 p. p. do que no cenário anterior). Esta revisão deve-se principalmente a uma evolução um pouco pior do que a esperada da inflação dos produtos alimentares e ao aumento do IVA sobre a eletricidade devido aos baixos preços no mercado grossista.⁴ Por outro lado, mantemos a descida da inflação subjacente para uma média de 2,7% em termos homólogos em 2024 (4,4% em 2023), embora marcada por alguma persistência da inflação dos serviços.

Os riscos que rodeiam o novo cenário de previsão são elevados. Assim, por um lado, o consumo privado poderá beneficiar de uma normalização da taxa de poupança um pouco mais rápida do que a prevista e o investimento poderá recuperar mais rapidamente do que o esperado com taxas de juro mais baixas. Adicionalmente, os fluxos de imigração e o crescimento das despesas turísticas internacionais poderão continuar a ser mais elevados do que o previsto. Os riscos de abrandamento são sobretudo de natureza geopolítica. No domínio internacional, uma eventual escalada do conflito no Médio Oriente poderá encarecer o preço do petróleo e inverter a moderação da inflação, com o conseqüente impacto na atividade económica. A nível nacional, é importante que a aplicação dos fundos do NGEU ganhe força e apoie a recuperação do investimento das empresas.

1. Ver o Focus «A palavra de ordem no novo cenário internacional: divergência» no presente *Relatório Mensal*.

2. Ver o artigo «Quais os sectores mais afetado sem Espanha devido ao arrefecimento dos nossos parceiros comerciais» no *Observatório Sectorial*.

3. Ver Focus «As chaves para o aumento da poupança das famílias espanholas em 2023» no documento IM05/2024.

4. O IVA sobre a eletricidade aumentou temporariamente para 21% (de 10%) em março, uma vez que o preço da eletricidade no mercado grossista desceu abaixo do limiar de 45 EUR/MWh. Atualmente, os mercados de futuros preveem um aumento do preço grossista da eletricidade acima do limiar, o que deverá fazer com que o seu IVA regresse à taxa reduzida no verão até janeiro de 2025.

Observatório Sectorial CaixaBank: um olhar sobre a evolução da economia espanhola na perspetiva dos seus sectores de atividade

No presente Focus apresentamos as principais conclusões do *Observatório Sectorial*, uma nova publicação do CaixaBank Research na qual se oferece uma análise clara e detalhada da evolução da economia espanhola do ponto de vista dos seus sectores de atividade. Com este objetivo, desenvolvemos uma nova ferramenta, o Indicador Sectorial do CaixaBank Research, que permite acompanhar a evolução de 24 sectores nos domínios da atividade, do sector externo e do mercado de trabalho. Este indicador permite visualizar o estado de saúde dos diferentes sectores em Espanha e a sua posição no ciclo, o que facilita a compreensão das suas perspetivas numa base individual.¹

Sobre a dispersão da atividade em resultado da pandemia...

O novo indicador permite-nos constatar que os fortes choques na economia espanhola entre 2020 e 2023 tiveram um impacto muito díspar nos diferentes sectores, o que aumentou a dispersão da evolução da atividade:

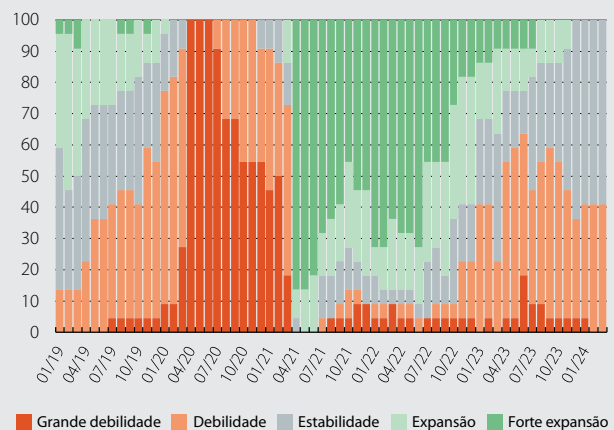
- A pandemia de COVID-19 em 2020 provocou uma quebra acentuada e generalizada da atividade económica, sobretudo nos sectores mais dependentes da interação social: lazer e entretenimento, restauração e alojamento. Subsequentemente, a rápida e forte recuperação gerou aumentos muito elevados da atividade.
- Os estrangulamentos nas cadeias de valor globais a partir de 2021 prejudicam a indústria transformadora, especialmente o sector automóvel.
- Em 2022, a guerra na Ucrânia e a crise energética fizeram aumentar os custos de produção, o que afetou mais duramente as indústrias mais intensivas em energia: o sector agroalimentar (indústria primária e transformadora), a indústria extrativa, a construção auxiliar, os têxteis e o calçado, o papel e a refinação foram os ramos mais afetados.
- Por último, o aumento das taxas de juro desde meados de 2022 afetou os sectores mais dependentes do financiamento externo, como o sector imobiliário e alguns ramos industriais.

1. Para mais pormenores sobre a metodologia utilizada para a construção deste indicador, consulte a caixa metodológica do Observatório Sectorial 2024 (<https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/observatorio-sectorial/indicador-sectorial-caixabank-research>).

...a uma homogeneização progressiva dos comportamentos sectoriais

Com a absorção destes choques, o comportamento dos sectores está a tornar-se cada vez mais homogéneo. O nosso Semáforo Sectorial mostra que, nos primeiros meses de 2024, cerca de 60% dos sectores mantêm um crescimento estável.² Além disso, a análise dos indicadores por domínio (atividade, mercado de trabalho e sector externo) permite-nos concluir que a força do mercado de trabalho é o principal fator que explica a resiliência em todos os sectores, enquanto o apoio do sector externo se desvaneceu a partir de meados de 2023 e quase não há sinais de melhoria nos dados mais recentes.

Semáforo sectorial para a economia espanhola (% do total dos sectores)



Notas: O semáforo indica a percentagem de sectores classificados de acordo com 5 categorias de crescimento, que são definidas da seguinte forma: «Grande debilidade» se o valor assumido pelo indicador sectorial for inferior ao percentil 15 (P15) da distribuição histórica desse indicador, «Debilidade» quando assumir um valor entre P15 e P40, «Estabilidade» entre P40 e P60, «Expansão» entre P60 e P85 e «Forte expansão» quando o indicador for superior a P85.

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE, AEAT, MISSM, DataComex e REE.

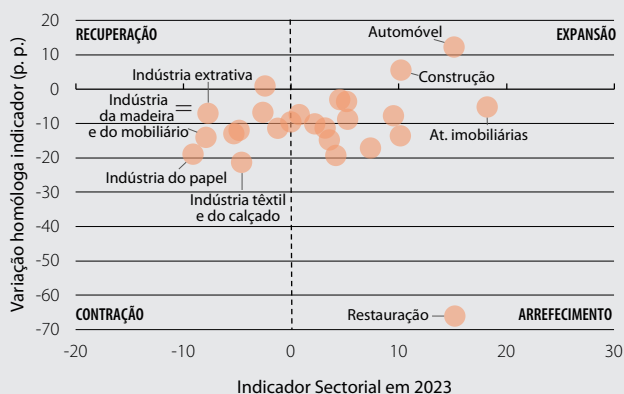
Em que ponto do ciclo se encontra cada sector?

Analisando o detalhe dos sectores de atividade, o Relógio Sectorial do CaixaBank Research permite situar cada sector no seu ciclo. O Relógio mostra, nomeadamente, o nível do indicador no eixo horizontal e a sua variação ao longo do último ano no eixo vertical. Os quadrantes resultantes fornecem, assim, informações sobre a posição atual do

2. O Semáforo Sectorial é um gráfico em que os sectores de atividade são classificados em cinco categorias, de acordo com a intensidade da sua taxa de crescimento. Especificamente, um sector encontra-se numa situação de grande debilidade se o valor do indicador sectorial for inferior ao percentil 15 (P15) da distribuição histórica do indicador sectorial; debilidade quando assume um valor entre P15 e P40; estabilidade entre P40 e P60; expansão entre P60 e P85, e forte expansão quando o indicador está acima de P85.

Relógio sectorial do CaixaBank Research

2023



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE, AEAT, MISSM, DataComex e REE.

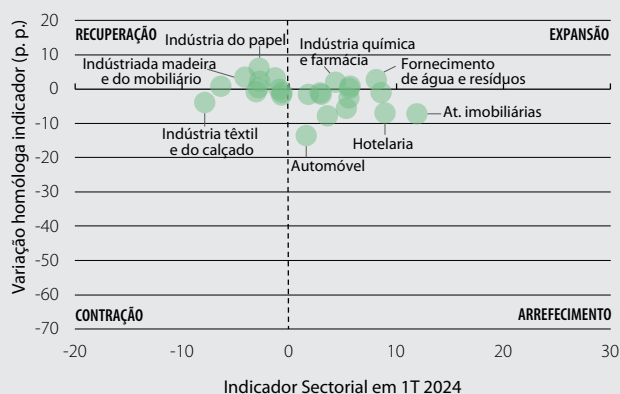
e a sua tendência recente: expansão (indicador positivo e em crescimento no último ano), arrefecimento (indicador positivo, mas em declínio no último ano), contração (indicador negativo e em declínio no último ano) e recuperação (indicador negativo, mas em crescimento no último ano). Se compararmos o Relógio de 2023 com o dos primeiros meses de 2024, podemos ver em que ponto do ciclo se encontram os sectores e qual a sua tendência recente:

- Durante os primeiros meses de 2024, os sectores estão agrupados perto da origem das coordenadas, o que indica uma menor dispersão entre sectores.
- A indústria química e farmacêutica, o fornecimento de água, o comércio a retalho e as atividades profissionais e administrativas melhoram e passam para o quadrante da expansão.
- Numerosas indústrias, que nos últimos anos foram afetadas pelo aumento dos custos, estão também a melhorar e encontram-se no quadrante da recuperação (madeira, papel, indústrias extrativas, refinarias e indústrias auxiliares da construção).
- Os sectores das atividades imobiliárias, da fabricação de material de transporte e da hotelaria e restauração passaram para o quadrante do arrefecimento, embora se mantenham entre os sectores com melhor desempenho.
- O sector agroalimentar e a indústria têxtil e do calçado mantêm-se no quadrante da contração, a que se junta o comércio grossista.

Perspetivas sectoriais da economia espanhola: o que esperar em 2024 e 2025

As perspetivas da economia espanhola para o biénio 2024-2025 são positivas, embora o crescimento do PIB deva abrandar ligeiramente de 2,5% em 2023 para 2,4% em 2024, antes de se consolidar em 2,3% em 2025, de acordo com as últimas previsões do BPI Research. Face a

1T 2024



Previsões sectoriais 2024-2025

Expansão acima da média:

- Informação e comunicação (TIC)
- Indústria farmacêutica
- Turismo
- Construção

Partilham tendências seculares muito positivas ou uma forte vantagem competitiva internacional.

Crescimento próximo da média:

- Indústria agroalimentar
- Indústria automóvel
- Atividades imobiliárias
- Comércio

Com a normalização após os recentes choques, apresentarão um comportamento mais estável.

Debilidade moderada:

- Indústria têxtil
- Indústria do papel

Partilham tendências seculares mais fracas, devido a pressões sobre os custos e a uma maior exposição à concorrência internacional.

este cenário, esperamos que a dispersão do ritmo de crescimento entre sectores continue a diminuir gradualmente, à medida que o impacto do aumento dos custos de produção e das taxas de juro se desvanece. Com efeito, não se preveem contrações do VAB em nenhum dos sectores analisados, sendo as diferentes taxas de crescimento marcadas por tendências de médio e longo prazo.

Os sectores para os quais esperamos uma taxa de crescimento mais elevada no biénio 2024-2025 são, entre outros, os ligados à transição digital (como as tecnologias da informação e da comunicação e os serviços profissionais) ou os sectores em que Espanha se destaca pela sua elevada competitividade (como os produtos farmacêuticos ou o turismo). No outro extremo do espetro, as indústrias têxtil e do papel são os sectores que deverão apresentar um crescimento mais moderado.

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	03/24	04/24	05/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	-1,2	-2,2	-2,2	-0,7	0,0	-1,3	0,8	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,5	-5,2	-8,2	-8,1	-5,2	-5,7	-4,3	-6,3
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	48,5	47,3	45,9	50,7	51,4	52,2	54,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,2	1,7	4,3	0,6	-0,7	-2,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,3	3,2	-3,2	-9,0	-10,2	-10,7	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	3,6	4,5	4,2	6,3	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	40,7	21,9	18,9	15,8	15,8	14,9	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	56,0	50,9	51,2	54,3	56,1	56,2	56,9
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,3	2,5	2,4	2,1	2,9	1,1	0,9	0,3	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	9,9	6,9	11,9	4,2	-4,7	23,1	3,4
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-16,1	-19,1	-17,2	-15,8	-14,7	-14,5
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,6	3,1	3,2	3,4	3,6	3,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	13,0	12,2	11,7	11,9	11,8	12,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ³	3,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4
PIB	5,8	2,5	2,0	1,9	2,1	2,4	-	-	-

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	03/24	04/24	05/24
Inflação global	8,4	3,6	3,1	2,8	3,3	3,1	3,2	3,3	3,6
Inflação subjacente	5,1	6,1	6,2	6,0	4,5	3,5	3,3	2,9	3,0

Sector externo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	12,3	4,5	-1,4	-6,9	-6,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	10,7	-1,2	-7,2	-9,8	-9,8	...	...
Balança corrente	8,2	38,0	28,7	35,8	38,0	37,9	37,9	...	...
Bens e serviços	16,3	60,3	42,6	54,6	60,3	61,0	61,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-8,1	-22,3	-14,0	-18,8	-22,3	-23,1	-23,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,7	53,9	42,6	50,0	53,9	52,5	52,5	...	...

Crédito e depósitos dos sectores não financeiros⁴

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	03/24	04/24	05/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	0,4	-0,3	0,4	2,5	3,5	2,4	...
À vista e poupança	7,9	-4,5	-4,0	-6,9	-7,6	-6,6	-5,2	-5,7	...
A prazo e com pré-aviso	-19,7	51,9	40,1	69,5	90,4	104,3	96,5	86,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,6	8,7	6,8	11,3	9,4	27,2	43,6	62,6	...
TOTAL	5,2	1,1	0,8	0,5	1,0	4,1	6,3	6,6	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	-2,5	-2,2	-3,4	-3,7	-2,9	-2,6	-2,4	...
Empresas não financeiras	0,9	-3,4	-2,7	-4,6	-5,2	-4,0	-3,6	-3,2	...
Famílias - habitações	1,0	-2,6	-2,4	-3,4	-3,3	-2,8	-2,5	-2,4	...
Famílias - outros fins	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	...
Administrações Públicas	0,2	-3,4	-3,3	-4,6	-5,5	-2,9	-4,8	-3,6	...
TOTAL	0,7	-2,6	-2,3	-3,4	-3,8	-2,9	-2,7	-2,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	...

Notas: 1. Dado deflacionado e sem estações de serviço. 2. EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do sector bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. Dado fim do período.

Fontes: BPI Research, com base em dados do Ministério da Economia, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, Comissão Europeia, Direção-Geral das Alfândegas e do Banco de Espanha.

Momento Europa: é altura de reforçar a nossa competitividade

As eleições europeias, que assinalam a renovação das principais instituições da UE, são o período ideal para refletir sobre os pontos fortes e fracos do mercado único a nível económico e sobre os desafios que se avizinham. Este dossier do *Relatório Mensal* é sobre isso mesmo. Uma das questões em destaque no debate sobre as políticas públicas é a da competitividade, num contexto muito específico de recomposição das cadeias de valor mundiais, da força da China e do surgimento das transições energética e digital. Ou seja, estamos a falar do grau em que a economia europeia é capaz de produzir bens e serviços atrativos, mantendo e expandindo simultaneamente os níveis de bem-estar dos seus cidadãos a longo prazo. Os fatores determinantes são um conjunto de instituições, políticas e fatores que estão interrelacionados e compreendem elementos como o capital humano, o grau de inovação incorporado nos produtos e serviços gerados pelas suas empresas, a eficiência dos processos produtivos e organizacionais dessas empresas, entre muitos outros. Em quais destes aspetos é que a UE está a ir bem e em quais é que está a falhar?

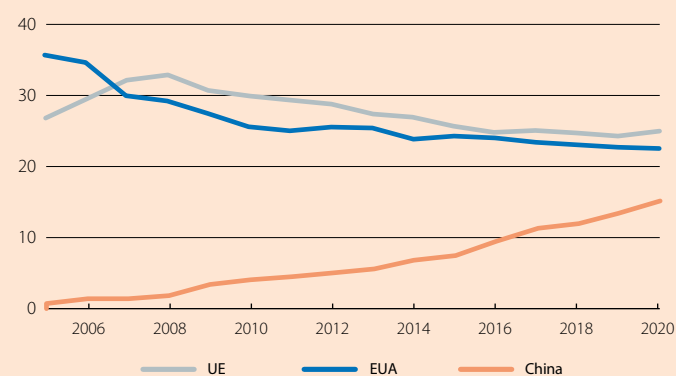
A fim de organizar as ideias e limitar o debate, a Comissão Europeia publicou uma análise reveladora que lança alguma luz sobre esta questão complexa.¹ Identifica os nove principais pilares que determinam a competitividade da Europa e analisa a posição da economia europeia em cada um deles.

Os resultados da análise revelam que a UE está a fazer bons progressos e que se encontra numa posição relativamente confortável nas seguintes três dimensões: redução dos obstáculos regulamentares a um mercado único funcional, à energia e ao comércio internacional. Relativamente à energia, o caso é particularmente notável graças à força das energias renováveis, que já representam 23% da produção de energia na UE, tendo em vista o objetivo de 45% fixado para 2030. Considerando o peso da UE no total mundial de patentes relacionadas com as tecnologias verdes (ver o primeiro gráfico), mantemos a liderança, apesar da perda de peso registada nos últimos anos devido à emergência da China. Em 2020, a liderança europeia é sustentada pela inovação relacionada com a energia eólica, em que a UE detinha 62% do total de patentes, ao passo que, no que respeita às patentes de energia solar, a China já tinha alcançado a UE-27. Não obstante o balanço relativamente positivo no domínio da energia, não podemos descansar sobre os nossos louros: a UE enfrenta, num mundo em mudança, o enorme desafio da eletrificação generalizada da sua procura de energia, o que exigirá investimentos elevados e a necessidade de reformular a conceção do mercado europeu da eletricidade para ligar os novos centros de produção de energia limpa aos centros de consumo. Relativamente ao comércio internacional, salienta-se que a UE é o maior exportador mundial (com 16% das importações de todos os países, ligeiramente à frente da China e nitidamente à frente dos EUA), sendo particularmente forte nos serviços e nos produtos de alta tecnologia.

Passando agora aos quatro domínios em que é imperativo melhorar, vale a pena referir que há dois pilares com uma avaliação mais neutra, em que a economia europeia dá sinais de melhoria, e que representam um grande desafio a enfrentar. Referimo-nos, em particular, ao investimento público e à economia circular. No que diz respeito ao investimento público, a posição de partida é que o programa Next Generation está a revelar-se positivo na mobilização de investimento e que o nível de investimento público na UE (3,3% do PIB) é semelhante ao dos EUA. Na perspetiva do futuro, importa sublinhar que, para que as transições digital e energética sejam concluídas com êxito, é essencial que o investimento público acompanhe o investimento privado; é uma questão de quantidade e qualidade da combinação de investimentos para que a digitalização e a descarbonização dêem origem a sectores económicos europeus mais dinâmicos, sendo essencial o papel da UE na coordenação e aceleração de grandes investimentos transfronteiriços e na garantia de que os sectores produtivos são transformados sem perda de competitividade. No âmbito da economia circular, estão a ser feitos progressos graduais no sentido de uma utilização mais eficiente e sustentável das matérias-primas e estamos a meio caminho dos objetivos para 2030.

Finalmente, as quatro dimensões em que há mais margem para melhorias são a digitalização, o acesso ao capital privado, a investigação e inovação e o capital humano. Quanto à digitalização, há um facto simples que é revelador: a quota global da UE no mercado das tecnologias da informação e da comunicação (TIC) diminuiu de 21,8% em 2013 para 11,3% em 2022 (ver segundo gráfico), enquanto nos EUA aumentou de 26,8% para 36,0% no mesmo período. A quota global de patentes digitais da UE diminuiu 4 pontos percentuais entre 2015 e 2020, passando a representar 21% do total, uma trajetória descendente semelhante à dos EUA. Note-se

Percentagem do total de patentes mundiais em tecnologias relacionadas com a transição ecológica (%)



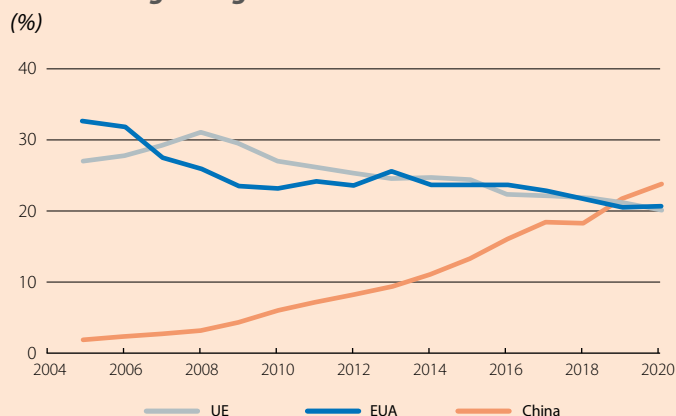
Fonte: Comissão Europeia, «European Monitor of Industrial Ecosystems 2023».

1. Ver o «The 2024 Annual Single Market and Competitiveness Report» da Comissão Europeia, publicado em fevereiro de 2024.

que, no domínio das tecnologias de fabrico e da Internet das coisas, a UE manteve a sua força, mas perdeu terreno para a China no sector da robótica. Para finalizar, a utilização da inteligência artificial (IA), uma nova tecnologia com um enorme potencial disruptivo, como explicado no próximo artigo do Dossier,² é ainda reduzida: é utilizada por 9 % das PME europeias e 30 % das grandes empresas.³ Para corrigir a situação digital, o relatório de Enrico Letta sobre o mercado único⁴ propõe a criação de um mercado único das telecomunicações que permita o desenvolvimento de operadores pan-europeus e de um quadro regulamentar comum para impulsionar tecnologias como a 5G e reduzir a dependência da Europa em relação aos serviços digitais de países terceiros.

O acesso ao capital privado⁵ é o ponto fraco do mercado da UE e não facilita o arranque do investimento privado. Relativamente a este aspeto, a Comissão salienta que a dimensão e a capilaridade dos mercados de capitais da UE são claramente insuficientes para apoiar o crescimento a médio prazo. A capitalização do mercado bolsista da UE em percentagem do PIB é, de facto, menos de metade da dos EUA, apesar do nível mais elevado de poupança na Europa. E o capital de risco, que permite o desenvolvimento de empresas inovadoras com acesso limitado ao financiamento externo, representa 0,09% do PIB, o que é pouco em comparação com os EUA (0,75%) ou a China (0,58%). Enrico Letta, no seu relatório sobre o mercado único, também alertou para a falta de um mercado de capitais na Europa e apresentou propostas arrojadas, como o lançamento de um produto financeiro à escala europeia para a poupança a longo prazo, a fim de estimular os investimentos a retalho, e a criação de um ativo europeu sem risco para garantir a estabilidade e a homogeneidade do mercado financeiro da UE.

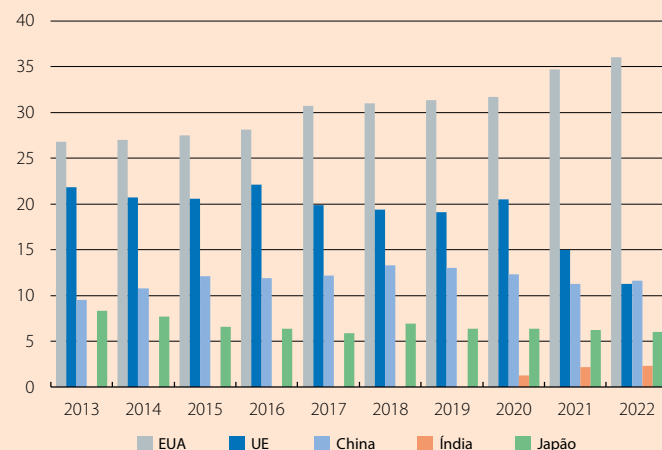
Percentagem do total de patentes mundiais em tecnologias digitais



Fonte: Comissão Europeia, «European Monitor of Industrial Ecosystems 2023».

Por último, duas breves observações sobre a inovação e o capital humano. O investimento total (público e privado) em inovação na UE é de 2,2% do PIB, muito inferior ao dos EUA (3,4%) e com um elevado grau de heterogeneidade por região, o que dificulta a sua difusão no continente. A UE pode promover políticas e instrumentos para fomentar sinergias entre os sectores empresariais e as instituições académicas para uma melhor difusão da inovação e para apoiar as *start-ups* e as *scale-ups*.⁶

Quotas de mercado nas tecnologias TIC (% do total)



Fonte: Information and Communication Technology Statistics and Facts (market.us).

No que diz respeito ao capital humano, o declínio geral dos países europeus em termos de educação no relatório PISA provocou suores frios justificados. O período é sensível, pois não sabemos como evoluirão as necessidades educativas face às mudanças aceleradas e contínuas da tecnologia. A aprendizagem ao longo da vida é fundamental, mas atualmente apenas 1 em cada 3 adultos na UE participa em atividades de formação todos os anos. As dificuldades em atrair pessoal qualificado e totalmente equipado com competências digitais e ecológicas (os chamados «cisnes negros») estarão na ordem do dia, mas a fraca mobilidade laboral na Europa não ajuda.⁷

Em suma, a UE enfrenta um triplo desafio: (i) como integrar com sucesso as novas tecnologias, com especial destaque para a IA, para aumentar o seu potencial de crescimento e, ao mesmo tempo, atenuar as perturbações do mercado de trabalho que impedem a ascensão do neoludismo; (ii) como impulsionar o investimento e melhorar a produtividade num contexto de grande heterogeneidade entre países e de grandes necessidades de investimento⁸ e (iii) como conseguir uma verdadeira integração dos seus mercados de capitais para financiar esses investimentos. São precisamente estas as questões que são tratadas em profundidade nos três artigos seguintes do Dossier. Venha ler!

2. Consultar o artigo «Inteligência Artificial: desafios e oportunidades para a Europa» no presente Dossier para uma análise aprofundada.
3. Dados do Digital Decade Report (2023) da Comissão Europeia com dados de 2022. Estas taxas de adoção parecem ser um pouco mais elevadas do que as taxas de adoção nos EUA. EUA A National Science Foundation afirma que, até 2022, 25% das grandes empresas e 4% das PME dos EUA terão adotado a IA.
4. Ver Letta, E. (2024), «Much more than a market: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens», Comissão Europeia.
5. Para uma análise aprofundada, consultar o artigo «Porque é que a Europa precisa de uma União dos Mercados de Capitais» no presente Dossier.
6. Empresas que cresceram durante três anos consecutivos a uma taxa superior a 20% em volume de negócios e número de postos de trabalho.
7. Somente 3,8% dos trabalhadores nascidos na UE trabalham numa economia europeia diferente daquela em que nasceram e apenas 17% dos cidadãos da UE viveram ou trabalharam em algum momento da sua vida num país diferente do seu.
8. Ver o artigo «Crescimento da produtividade na Europa: baixo, estável e em desaceleração» neste Dossier.

Inteligência artificial: desafios e oportunidades para a Europa

O que é a inteligência artificial generativa e porque é que é importante para a produtividade?

A inteligência artificial generativa (IA) é uma das tecnologias mais revolucionárias e promissoras do nosso tempo. Graças à sua capacidade de criar, imitar e melhorar conteúdos de todos os tipos, é uma tecnologia de uso geral (*general purpose technology*, «GPT») com um potencial de transformação económico e social comparável ao da eletricidade ou da informática. Este artigo aborda o seu impacto potencial e a forma de o utilizar da melhor maneira possível – um desafio importante para a Europa e para o mundo em geral.

O potencial de transformação de uma GPT deriva da sua natureza transversal e do facto de afetar um grande número de tarefas em muitos sectores e atividades, do seu potencial de crescimento contínuo e de facilitar o desenvolvimento de outras tecnologias e processos. A IA caracteriza-se também pelo facto de ser uma GPT muito acessível e adaptável, uma vez que não exige grandes conhecimentos para a sua utilização e as infraestruturas necessárias já existem (pelo menos nos países desenvolvidos). Por conseguinte, embora na Europa pré-ChatGPT apenas 10% das empresas utilizassem a IA, prevê-se que esta percentagem aumente muito substancialmente nos próximos anos (o objetivo é atingir 75% até 2030, de acordo com a Estratégia Digital Europeia). Tal implica que o impacto da IA na produtividade pode materializar-se num período de tempo muito mais curto do que o registado anteriormente, ou seja, em anos e não em décadas.

O que é que sabemos até agora sobre o impacto da IA? Nos primeiros estudos empíricos disponíveis, o âmbito é microeconómico e refere-se a profissões específicas, mas já demonstram que a IA tem um potencial muito elevado para aumentar a produtividade dos trabalhadores. Verificou-se, por exemplo, numa experiência controlada, que o tempo necessário para realizar uma tarefa que exige a escrita de um texto diminuiu cerca de 40% nos trabalhadores que utilizaram o ChatGPT.¹ Também se estimou que a produtividade de uma central de atendimento (*contact center*), medida pelo número de problemas resolvidos por hora, aumentou 14% graças ao impacto da IA nos trabalhadores menos experientes, embora o impacto não tenha sido significativo nos trabalhadores mais experientes.² Um elemento que ressalta destes estudos é, portanto, que as melhorias de produtividade são maiores para os trabalhadores que começam com um nível de produtividade mais baixo, porque a IA reforça as suas competências e permite-lhes avançar mais rapidamente na curva de aprendizagem.

A IA e o mercado de trabalho: impacto, experiências anteriores e quadro institucional

Independentemente destes resultados iniciais, o impacto da IA no mercado de trabalho é ainda incerto. É necessário, por um lado, ter em conta o efeito sobre as profissões existentes, que dependerá de cada uma delas: (i) o grau de sobreposição entre as capacidades das aplicações de IA e as tarefas executadas pelo trabalhador, e (ii) o grau de proteção do emprego (por razões técnicas, jurídicas, éticas, etc.). Desta forma, podem distinguir-se três tipos de profissões:

1. Elevada exposição, elevada proteção. O potencial técnico da IA é elevado, mas também o é o grau de proteção do local de trabalho. A IA tenderá, nestes casos, a aumentar as competências dos trabalhadores. Exemplo: juízes, médicos, etc.
2. Alta exposição, baixa proteção. Grande potencial técnico da IA e baixo nível de proteção. Assim sendo, embora a IA possa aumentar as competências dos trabalhadores, pode também substituí-los. Exemplo: teleoperadores.
3. Baixa exposição, baixo potencial técnico da IA. A IA não afetaria estas profissões de forma generalizada. Exemplo: artistas e profissionais do espetáculo.

Um estudo do FMI³ revela que, nas economias avançadas, que logicamente incluem as economias europeias, as duas primeiras categorias representam 60% do emprego atual, repartido de forma aproximadamente igual. Esta percentagem é inferior nas economias emergentes, onde é inferior a 40%. Em virtude da natureza transversal da IA, estima-se que as profissões potencialmente substituíveis sejam tanto qualificadas como não qualificadas e afetem trabalhadores de todos os níveis de rendimento. As profissões com baixa substituíbilidade, pelo contrário, tendem a concentrar-se em níveis de rendimento elevados.

1. Ver Noy, S. e Zhang, W., 2023. «Experimental evidence on the productivity effects of generative artificial intelligence», SSRN 4375283.

2. Ver Brynjolfsson, E., Danielle Li e Lindsey R. Raymond, 2023, «Generative AI at work», NBER Working Paper 31161.

3. Ver FMI, 2024, «Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work».

Em todo o caso, é difícil prever com exatidão o efeito sobre o emprego numa determinada profissão. Em profissões com grande exposição à IA e elevada proteção, o aumento da produtividade destes trabalhadores diminuiria o número de trabalhadores necessários para um determinado nível de produção. No entanto, se a procura dos bens ou serviços produzidos por estes tipos de trabalhadores aumentar o suficiente, o número de pessoas empregadas nestas categorias pode aumentar (a procura deveria subir, na medida em que o custo destes bens e serviços diminuiria devido ao aumento da produtividade). Por exemplo, aumentará o número de cirurgiões se estes se tornarem mais produtivos com a IA? Seria desnecessário realizar o mesmo número de intervenções, mas aumentaria certamente a procura de intervenções (algumas das quais estão atualmente em lista de espera, devido a uma procura não satisfeita por serem atualmente demasiado caras, como é o caso das intervenções estéticas); alguns porque os avanços da IA permitirão que mais patologias se tornem «operáveis», etc.). Consoante o efeito dominante, verificar-se-á uma diminuição ou um aumento do número de cirurgiões.

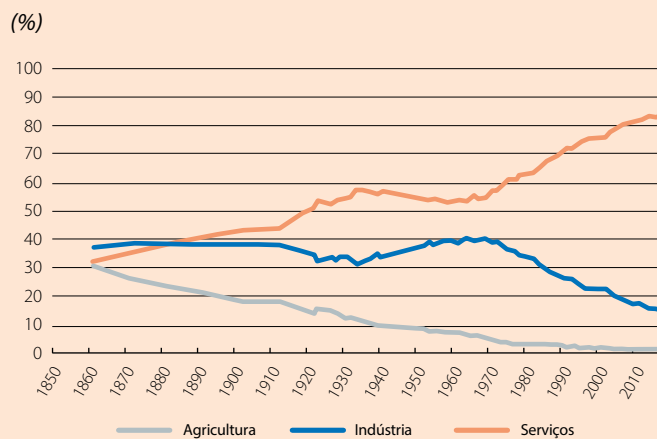
Embora com intensidade diferente, os mesmos efeitos estão presentes em profissões de elevada exposição e de baixa proteção. O número de empregados nos *contact centers* de apoio ao cliente vai ser reduzido? Inicialmente, pode pensar que sim, que muito deste trabalho pode ser feito pela IA, mas algumas empresas podem também optar por contratar mais pessoas para realizar estas tarefas, uma vez que podem ser muito mais produtivas com a ajuda da IA. Acabará por depender se a empresa utiliza a IA basicamente para substituir o que um humano tem vindo a fazer ou se a utiliza para alargar e melhorar o serviço. No último caso, o número de trabalhadores do serviço de apoio ao cliente à distância pode mesmo aumentar.

Devemos também ter em conta as novas profissões que surgirão graças à IA, como engenheiros de *prompts*, auditores de algoritmos, especialistas em legislação ou ética da IA, etc.

Finalmente, o impacto agregado da IA dependerá (i) do equilíbrio entre os empregos complementados e substituídos pela IA; (ii) ganhos de produtividade agregados, que impulsionarão os níveis de rendimento e, por conseguinte, um aumento generalizado da procura de bens e serviços que necessitarão de trabalhadores, e (iii) novas profissões criadas pela IA, quer diretamente, quer através da emergência de novos produtos, serviços ou modelos empresariais.

Apesar de poder ser diferente desta vez, o impacto que os processos de mudança tecnológica disruptiva, como a Revolução Industrial no século XIX ou a introdução dos computadores há 40 anos, tiveram no mercado de trabalho no passado pode fornecer algumas pistas. Por isso, apesar da rápida evolução tecnológica registada nos últimos 150 anos, a taxa de emprego não sofreu alterações significativas nas economias desenvolvidas. De um modo geral, o emprego passou de sectores mais automatizados para novos sectores criados pela tecnologia e para sectores menos automatizados. Aquando da Revolução Industrial, por exemplo, muitos empregos foram destruídos na agricultura, mas muitos foram criados na indústria, como mostra o gráfico. Uma das lições mais poderosas dos processos de mudança tecnológica é que a disseminação das oportunidades geradas pelo progresso técnico em toda a sociedade depende das instituições. A flexibilidade e o dinamismo das mesmas facilitarão a emergência de novos sectores e profissões que tirem pleno partido das novas tecnologias e atenuarão os efeitos negativos nas profissões mais expostas.

Proporção de trabalhadores por sector: Reino Unido



Fonte: J. Pijoan-Mas (2017). «A evolução tecnológica e o futuro do emprego».

Os desafios que se colocam à política económica e às instituições em geral são tremendos e vão desde a educação (de que tipo de formação necessitamos para nos prepararmos para a era da IA?), à concorrência e à inovação (a IA oferece oportunidades de inovação, mas acarreta riscos como a concentração do mercado), à desigualdade (como podemos proteger os segmentos da população que sofrem os efeitos negativos da IA nos níveis salariais e no emprego?) É incontestável que as políticas públicas europeias deveriam, no mínimo, encorajar a adaptação do sistema educativo à IA; administrar os custos de uma eventual destruição de postos de trabalho através de políticas ativas de emprego; garantir a «autonomia estratégica» europeia nas infraestruturas que apoiam o desenvolvimento da IA e desenvolver um quadro regulamentar que proporcione segurança jurídica neste domínio.

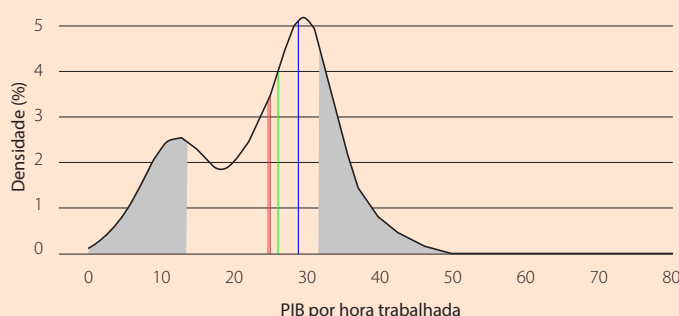
Crescimento da produtividade na Europa: baixo, desigual e em desaceleração

Um dos principais desafios que a Europa enfrenta é o reforço do crescimento da produtividade. Tal como o artigo introdutório deste Dossier refere, «Momento Europa: é tempo de reforçar a nossa competitividade», é urgente atualizar o tecido produtivo do Velho Continente. A rápida evolução tecnológica torna-o possível. Aliás, o contexto mundial cada vez mais competitivo, com uma desconfiança crescente em relação às instituições multilaterais, torna-o indispensável.

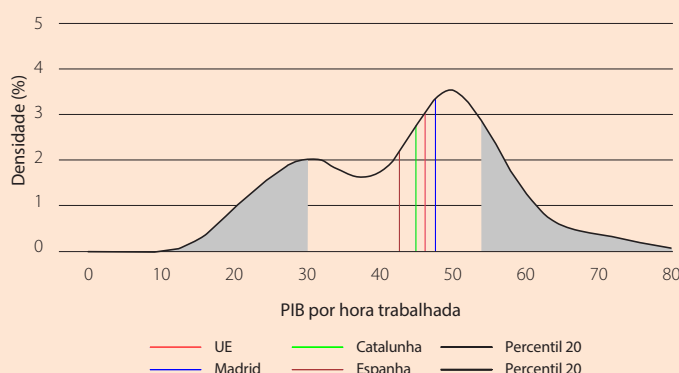
Nas últimas duas décadas, a produtividade tem vindo a aumentar de forma constante na UE. O crescimento médio anual do PIB por hora trabalhada¹ entre 2000 e 2022 é de 1,2%, com uma taxa de crescimento negativa apenas em 2008 e 2009, em plena crise financeira mundial. Por conseguinte, a produtividade em 2022 foi 26,6% superior à registada em 2000.

Contudo, é de notar que o ritmo de crescimento da produtividade abrandou nos últimos anos. No conjunto da União Europeia, a produtividade cresceu, em média, 1,9% por ano entre

Distribuição da produtividade nas diferentes regiões europeias em 2000



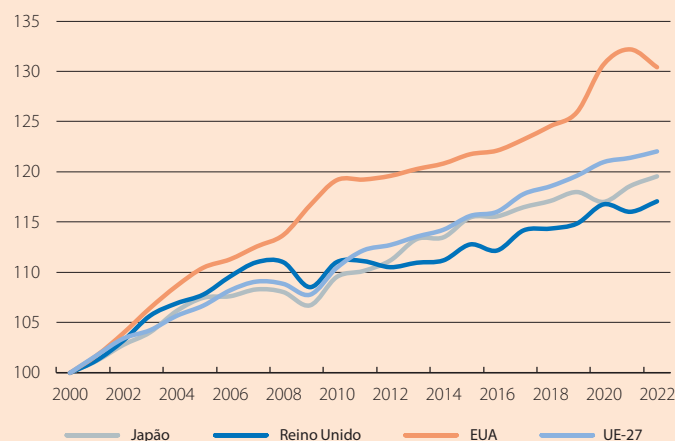
Distribuição da produtividade nas diferentes regiões europeias em 2022



Notas: O gráfico mostra a probabilidade de observar uma região (no eixo vertical) com um determinado nível de produtividade (eixo horizontal). Por exemplo, a probabilidade de observar uma região com uma produtividade de 20 era de 2% em 2000. Foi estimada uma distribuição de probabilidade contínua. PIB medido em PPC por hora trabalhada. Dados para todas as regiões NUTS 2 da UE, exceto Irlanda, Luxemburgo, Malta, Chipre, Croácia, regiões francesas ultramarinas, Açores, Madeira, Ceuta e Melilha.
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Annual Regional Database of the European Commission (ARDECO).

Evolução da produtividade

Índice (100 = 2000)



Nota: PIB em termos reais por hora trabalhada.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE.

2000 e 2006. Desde a crise financeira, porém, o ritmo de crescimento abrandou acentuadamente. Entre 2007 e 2022, o crescimento médio anual é de 0,9%. O declínio do crescimento da produtividade é um fenómeno generalizado nas principais economias desenvolvidas. Nos EUA, o crescimento passou de 2,4% para 1,3%; no Reino Unido, de 1,8% para 0,4%, e no Japão, de 1,5% para 0,8%.

Estes números põem também em evidência um outro elemento: o aumento da produtividade na UE tem sido inferior ao da economia dos EUA nas últimas décadas. A diferença pode parecer pequena: apenas 0,4 p. p. inferior entre 2000 e 2022, em média. Contudo, como o diferencial se mantém durante muitos anos, as implicações acabam por ser significativas: o fosso entre a produtividade da economia europeia e a dos EUA aumentou 8,4% desde o ano 2000.

A análise da situação da produtividade nas diferentes regiões europeias ajuda a compreender os números relativos ao conjunto da UE. Tal como se pode ver no segundo gráfico, a distribuição da produtividade está concentrada em dois pontos diferentes. Existe um primeiro grupo de regiões com um nível de produtividade relativamente baixo e um segundo grupo de regiões com um nível mais elevado. O ponto culminante do primeiro grupo situa-se próximo do primeiro quintil da distribuição, que em 2000 se situa a um nível de PIB por hora trabalhada de 13,6 euros. O pico do segundo grupo corresponde também de perto ao percentil 80 da distribuição, com um PIB por hora trabalhada de 31,4 euros. No intervalo entre estes dois grupos estão todas as regiões espanholas.²

1. No cálculo da taxa de crescimento da produtividade, o PIB a preços constantes de 2015 por hora trabalhada é utilizado para eliminar o efeito da inflação e obter uma medida do crescimento da produtividade em termos reais.

2. Para uma análise mais pormenorizada, consulte «Evolução da produtividade na Europa: uma panorâmica regional», em www.cerledeconomia.com.

Nas últimas décadas, o crescimento das regiões com um nível de produtividade mais baixo não foi suficientemente grande para reduzir a diferença entre elas em termos absolutos, antes pelo contrário. O fosso entre o primeiro grupo de regiões, as regiões menos produtivas, e o grupo das regiões mais produtivas aumentou nas últimas duas décadas. Concretamente, o primeiro quintil passa para 30,1 euros em 2022 e o percentil 80 passa para 53,8. O fosso entre as duas montanhas aumentou 5,9 euros, ou seja, 33,4%.³

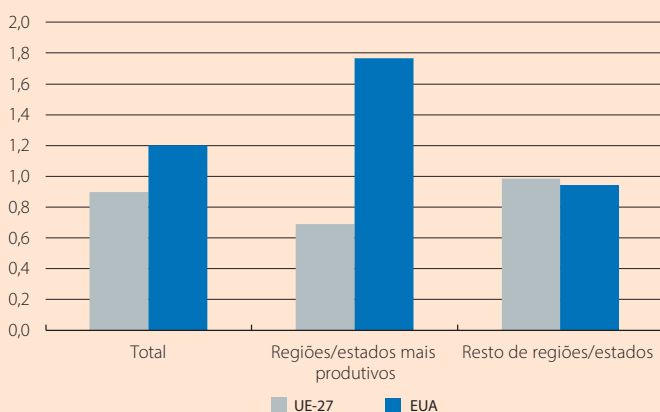
A faixa que começa na Dinamarca, nos Países Baixos e na Bélgica e que atravessa a Alemanha até à Áustria é a que mais cresceu nos últimos anos (ver terceiro gráfico). Este grupo de países concentra 82% das regiões na gama de produtividade mais elevada em 2022, em comparação com 75% em 2000. Ou seja, 48% das regiões destes países estarão entre as 20 regiões mais produtivas em 2022, quando em 2000 eram «apenas» 43%.

Em contrapartida, muitas das regiões francesas e italianas perderam dinamismo nos últimos anos. Em 2000, a Itália tinha cinco regiões no grupo de produtividade mais elevada, enquanto em 2022 tinha apenas uma, a província autónoma de Bolzano, e as regiões do Sul passaram para um nível de produtividade baixo. Atualmente, a França tem apenas duas regiões com um nível de produtividade muito elevado e o número de regiões com um nível de produtividade elevado foi reduzido.

No entanto, o crescimento da produtividade nas regiões europeias mais produtivas tem sido modesto em comparação com a melhoria registada nos Estados mais produtivos dos EUA.⁴ Como se pode ver no quarto gráfico, a diferença é significativa: entre 2007 e 2022, o crescimento foi, em média, 1,1 p. p. superior. O crescimento da produtividade nos EUA, pelo contrário, tem sido mais lento do que no resto do mundo.

Produtividade na UE-27 e nos EUA

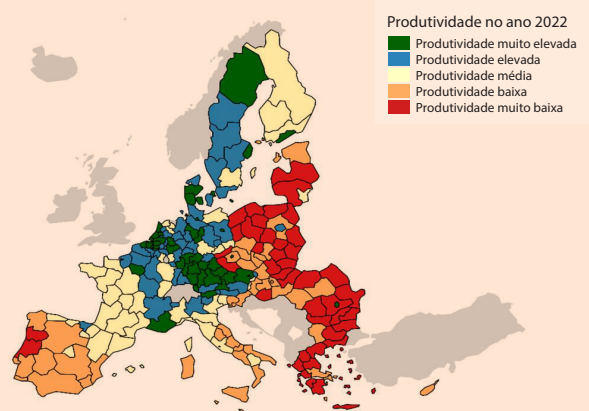
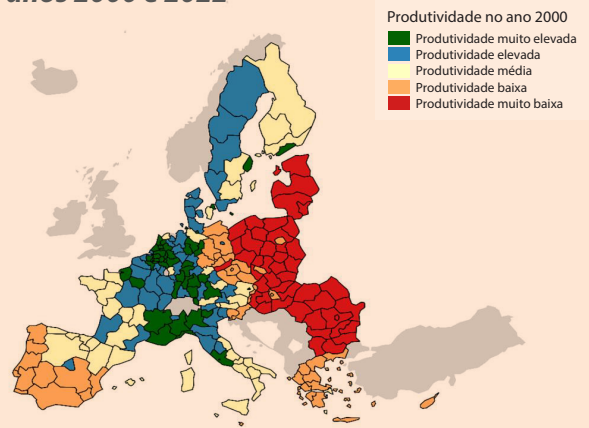
Crescimento médio anual entre 2007 e 2022 (%)



Notas: A produtividade refere-se ao PIB em termos reais por hora trabalhada. O crescimento da produtividade das regiões europeias e dos estados dos EUA mais produtivos refere-se ao quintil mais produtivo das regiões/estados.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia (ARDECO) e do US Bureau of Labor Statistics.

Distribuição da produtividade por região nos anos 2000 e 2022



Nota: PIB medido em PPC por hora trabalhada. O nível de produtividade é classificado com base em quintis, dividindo a distribuição da produtividade em cinco grupos de igual dimensão, que incluem em cada grupo 20% da amostra total de regiões por ordem ascendente, de modo a que o primeiro grupo contenha 20% das regiões com um nível de produtividade mais baixo, o grupo seguinte contenha 20% das regiões com uma produtividade mais elevada do que a do grupo anterior, e assim sucessivamente até que as regiões europeias estejam separadas em cinco grupos de igual dimensão, em que cada grupo representa um «degrau» na distribuição da produtividade.

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

Na base da distribuição, as regiões da Grécia caíram para o fundo da distribuição europeia da produtividade. Das regiões que passam do quintil 2 para o quintil 1, 78,6% são gregas. No entanto, todas as regiões que sobem do quintil 1 para o quintil 2 são de diferentes países da Europa de Leste.

3. O fosso entre o percentil 80 e o percentil 20 aumenta entre 2000 e 2022, tanto quando se analisa a evolução da distribuição do PIB por hora trabalhada em termos reais como em termos ajustados às PPC.

4. O quintil mais produtivo dos EUA, incluindo a Califórnia, Nova Iorque e Massachusetts, representa 31% do PIB norte-americano. O quintil mais produtivo das regiões europeias representa 29% do PIB da Europa.

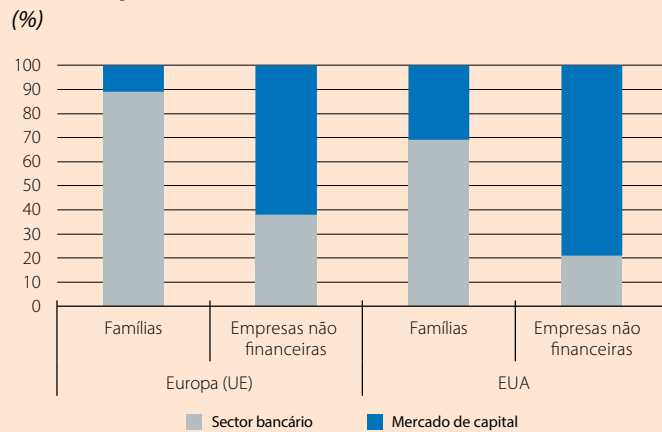
Porque é que a Europa precisa de uma União dos Mercados de Capitais?

A Europa enfrenta não só uma situação económica exigente, mas também um trio de desafios fundamentais: a descarbonização da economia, a redinamização da produtividade e do desenvolvimento tecnológico e a crescente segmentação geopolítica do mundo. Dificilmente estes desafios poderão ser ultrapassados sem uma mobilização significativa de investimento e financiamento, por um lado, e sem o reforço do papel internacional do euro, por outro. É precisamente este o objetivo da União dos Mercados de Capitais (UMC).

A Europa está a ficar para trás?

Para fazer face a estes desafios fundamentais, a Europa terá de mobilizar, segundo várias estimativas, entre 0,5 e 1 bilião de euros por ano até 2030.¹ Estas necessidades de investimento adicionais, equivalentes ao PIB anual de países como a Áustria ou os Países Baixos, surgem num contexto em que a política orçamental tem menos margem de manobra, sobrecarregada por elevados rácios de dívida pública, com pressões subjacentes sobre as despesas públicas (por exemplo, o envelhecimento da população) e com a necessidade e a perspetiva de uma correção gradual dos défices orçamentais (ver primeiro gráfico). Contudo, há uma grande reserva de poupança privada que não é mobilizada e, para fins europeus, é de importância vital desenvolver um forte mercado comum de capitais,² ou seja, um mercado em que a poupança e o investimento circulem entre todos os países da UE através de obrigações, ações e outros ativos financeiros.

Fontes de financiamento das famílias e das empresas em 2022



Fonte: DG Trésor (2024), «Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investment Union», Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.

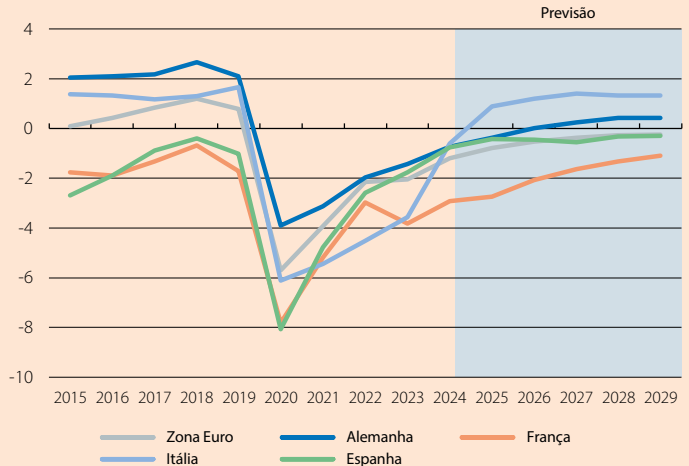
1. Demertzis, M., D. Pinkus y N. Ruer (2024), «Accelerating strategic investment in the European Union beyond 2026», Relatório 01/2024, Bruegel, e DG Trésor (2024), «Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investment Union», Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique. Estes valores abrangem os investimentos destinados a descarbonizar todos os sectores económicos, a transformar a indústria energética, a enfrentar vários desafios ambientais, a desenvolver tecnologias digitais essenciais (comunicações, IA, semicondutores, etc.) e a reforçar as cadeias de abastecimento relacionadas com a defesa.

2. Enrico Letta refere mais de 30 biliões de euros, em grande parte guardados em dinheiro e depósitos. Estima-se ainda que cerca de 300 mil milhões de euros de poupanças das famílias europeias saem todos os anos da Europa para o estrangeiro (principalmente para os EUA). Letta, E. (2024), «Much More Than a Market», Report to the European Council.

3. A inovação apresenta projetos de alto risco, com retornos incertos e poucos ativos tangíveis a que recorrer. O sector do capital de risco especializou-se no financiamento da inovação, detetando e acompanhando o nascimento de empresas tecnológicas com elevado potencial graças ao seu sistema de governação, com financiamento faseado e participação ativa nas empresas. Ver Lerner, J. e Nanda, R. (2020). «Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn», Journal of Economic Perspectives, 34(3), 237-261.

Zona Euro: saldo orçamental primário

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados e previsões do FMI (WEO abril 2024).

Contudo, é consensual que o mercado de capitais europeu está subdesenvolvido (ver segundo gráfico). Tal é visível numa longa lista de casos que, se lidos de forma positiva, indicam o potencial de mobilização de recursos que uma união eficaz dos mercados de capitais traria. A título de exemplo, embora a UE represente quase 20% do PIB mundial, as suas bolsas representam apenas 10% da capitalização mundial e, no sector da tecnologia, há apenas duas empresas europeias entre as 20 maiores capitalizações. A liquidez dos mercados bolsistas europeus é, além disso, inferior à de outras regiões (EUA), sobretudo no que se refere às empresas *small-cap* (mais jovens e com potencial de crescimento). O aparecimento de empresas tecnológicas exige também um mercado de capital de risco desenvolvido,³ que na Europa é demasiado pequeno (a dimensão dos mercados europeus de capital de risco é apenas 20% da dos EUA) e fragmentado (as

carteiras têm uma tendência nacional significativa). Os mercados europeus de obrigações públicas e privadas são também relativamente pequenos (130% do PIB na UE contra 200% nos EUA). Esta situação afeta o custo de financiamento das empresas europeias e a sua capacidade de expansão, ao ponto de as *start-ups* nascidas na Europa terem acabado por migrar para os EUA em busca de fundos.⁴ Analogamente, o sector financeiro europeu tem vindo a perder quota para os seus congéneres americanos, tanto na gestão de ativos como na banca de investimento e de empresas.⁵

Antecedentes, situação e perspetivas da UMC

O projeto da UMC nasceu há uma década a partir de uma combinação de considerações que vão desde a estabilidade financeira (por exemplo, reduzindo a fragmentação dos mercados europeus, aumentando a capacidade de absorver choques económicos ou diversificando as fontes de financiamento das empresas) à justiça social (garantindo que todos os cidadãos da UE têm igual acesso aos mercados de capitais), à eficiência económica e ao financiamento da inovação e do investimento. Como vimos, porém, a ambição inicial não se traduziu num desenvolvimento significativo do mercado europeu de capitais nem numa transformação política efetiva.

Com efeito, em 10 anos, os progressos foram mais graduais do que estruturalmente transformadores,⁶ como ilustra o facto de, entre os marcos alcançados, se destacar o chamado «ponto de acesso único» (um mecanismo que centraliza e dá acesso a informação financeira publicamente disponível sobre empresas e produtos de investimento europeus, cujo quadro legislativo foi formalizado em dezembro de 2023, mas que ainda levará anos a desenvolver), os «fundos europeus de investimento a longo prazo» (ELTIF, veículos de canalização de capitais privados para o investimento em infraestruturas, e outros projetos e empresas de longo prazo, que a UE tem tentado estimular sem conseguir, até agora, angariar muitos capitais) ou a revisão das normas de negociação para melhorar a transparência da informação nos mercados de instrumentos financeiros (regulamento MiFIR e diretiva MiFID).

Em vésperas das eleições europeias de junho, que abrirão uma nova legislatura no horizonte 2024-2029, levantaram-se diferentes vozes para relançar a UMC. No passado mês de março, tanto o Eurogrupo como o BCE lançaram manifestos para desenvolver a UMC, com uma agenda de medidas concretas relacionadas com o desenvolvimento do mercado (por exemplo, a titularização de ativos), a supervisão e a regulação (defendendo um papel direto para as agências europeias de supervisão e uma redução da carga regulamentar) ou a harmonização europeia das regras e quadros nacionais (insolvência, contabilidade, emissão de dívida, gestão de garantias, mercados de valores mobiliários, etc.), entre outras iniciativas.

A UMC junta-se a outros projetos de integração económica europeia que continuam incompletos, como a União Bancária, dado que as negociações sobre o Sistema Europeu de Garantia de Depósitos (o chamado EDIS)⁷ continuam paradas, e a reforma do MEDE acordada em 2021, mas que ainda não é eficaz.⁸ A dificuldade de todas estas iniciativas é que, quando a integração pretendida é ambiciosa (seja para uma garantia de depósitos europeia ou para a harmonização dos quadros de insolvência e contabilidade), torna-se necessário ultrapassar um choque entre as jurisdições nacionais e as autoridades pan-europeias. Para o efeito, é necessário capital político e/ou um ambiente propício à mudança. É aí que reside uma das dificuldades intrínsecas das transformações fundamentais: as transições ecológica e digital e a fragmentação geopolítica são desafios formidáveis, mas a curto prazo não se fazem sentir com a mesma intensidade que outras crises mais conjunturais, em que a ameaça à sobrevivência da Europa é tão palpável que a inércia e a resistência à mudança podem ser ultrapassadas. Resta, portanto, saber qual o capital político que a legislatura europeia de 2024-2029 conseguirá reunir.

BPI Research

4. O Fundo Europeu de Investimento fala de «fuga tecnológica». Ver <https://www.eif.org/etci/scale-up-financing-gap/index.htm>.

5. DG Trésor (2024) citado na nota de rodapé 1.

6. Veron, N. (2024), «Capital Markets Union: Ten Years Later», In-depth analysis, PE 747.839, requested by the ECON Committee (Parlamento Europeu).

7. O EDIS protegeria os depósitos bancários dos cidadãos da Zona Euro, independentemente do país europeu em que se encontrem, e fá-lo-ia de uma forma mais uniforme do que o atual sistema nacional de seguro de depósitos. Esta medida contribuiria para enfraquecer a ligação interna entre o sector público e o sistema financeiro (o chamado «doom loop», que amplifica e endurece as recessões económicas) e contribuiria para uma melhor absorção dos choques económicos, melhorando a eficácia de todas as políticas económicas.

8. A ratificação pelo Parlamento italiano está pendente. A reforma do MEDE reforça os mecanismos de estabilidade financeira da UE, reforçando o seu papel de «backstop» contra as resoluções bancárias, facilitando o acesso às suas linhas de crédito e conferindo-lhe um papel mais importante nos programas de apoio aos países (aliviando a carga da *troika* [BCE, FMI e Comissão Europeia]).

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, sector 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, sector 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

