

IIM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2024



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
Os metais podem ganhar mais «brilho»?

ECONOMIA INTERNACIONAL
O que se passa com os consumidores chineses?

ECONOMIA ESPANHOLA
O que revela a big data sobre o consumo em Espanha

A competitividade do sector turístico espanhol: pontos fortes e fracos

A discrepância entre trabalhadores e horas trabalhadas em Espanha

ECONOMIA PORTUGUESA

Empresas portuguesas: as evidências da desalavancagem

Afinal, quanto cresce o crédito à habitação?

Inovação, como Portugal se classifica?

INFORMAÇÃO MENSAL

Julho-Agosto 2024

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

BPI Research (DF-EEF)

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

8 de julho de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Os metais podem ganhar mais «brilho»?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *O que se passa com os consumidores chineses?*

18 ECONOMIA PORTUGUESA

20 *Empresas portuguesas: as evidências da desalavancagem*

22 *Afinal, quanto cresce o crédito à habitação?*

24 *Inovação, como Portugal se classifica?*

27 ECONOMIA ESPANHOLA

29 *O que revela a big data sobre o consumo em Espanha*

31 *A competitividade do sector turístico espanhol:
pontos fortes e fracos*

32 *A discrepância entre trabalhadores e horas trabalhadas
em Espanha*

Algo está a mudar na economia internacional

À medida que o primeiro semestre do ano se aproxima do fim, a narrativa de uma economia mundial resiliente continua a consolidar-se. Quer perante os obstáculos que teve de enfrentar nos últimos anos, quer perante as mudanças estruturais provocadas pelo ajustamento da globalização a uma nova realidade geopolítica, cujo expoente máximo é o regresso da política industrial como forma de alcançar esse conceito vago conhecido como autonomia estratégica. Entretanto, a política económica tem conseguido resolver com sucesso os efeitos dos desajustamentos entre a oferta e a procura mundiais sobre a inflação ou sobre os balanços das famílias e das empresas, embora a um custo não negligenciável em termos de perda de liberdade da política fiscal.

Neste contexto, em que a incerteza continua a dominar a tomada de decisões dos agentes económicos, a economia mundial poderá crescer 3,2% este ano (3,2% em 2025), praticamente a velocidade de cruzeiro atingida entre a crise financeira internacional e o início da pandemia. Mas muito longe da média de 4,4% registada nos primeiros sete anos deste século. O lado positivo deste regresso à estaca zero pré-pandémica é que se evitaram os cenários mais disruptivos que ameaçaram descarrilar o ciclo económico em determinados momentos dos últimos anos. No entanto, a mediocridade do crescimento reflete o facto de as cicatrizes das últimas crises ainda não terem sarado e de a contribuição do investimento e da produtividade para o crescimento potencial continuar a ser baixa.

O que é que se segue? Com a ordem internacional em pleno reajustamento, entramos no período de verão com uma sensação de calma tensa face a um cenário geopolítico desafiante, ao qual se acrescenta todas as semanas uma nova camada de complexidade. O resultado aparentemente tranquilizador das eleições europeias deu lugar a um novo polo de risco com a convocação de eleições legislativas em França, o que poderá levar a uma coabitação complexa na última fase da presidência de Macron. Tudo isto complica a já frágil situação orçamental do país, que acaba de ser sujeito a um procedimento por défice excessivo e de ver a sua notação de rating de risco soberano reduzida. Em consequência de tudo isto, o prémio de risco francês subiu para um máximo de 85 pontos de base (o mais elevado desde 2011, em plena crise do euro), ultrapassando o prémio de risco português e aproximando-se do espanhol. Embora os resultados da segunda volta tenham acalmado os ânimos dos investidores, estamos perante o mais significativo reajustamento interno na avaliação do risco soberano na zona euro dos últimos anos. É verdade que o BCE dispõe de instrumentos para controlar o risco de fragmentação (o programa TPI), mas a maior sensibilidade dos «vigilantes das obrigações» a qualquer agravamento inesperado dos cenários orçamentais é um novo aviso aos navegadores após o «efeito Truss» e reflete que a época de despesismo fiscal pós-Covid pode estar fechada.

Assim, em semanas em que a liquidez nos mercados é habitualmente reduzida, os preços dos ativos financeiros começam a mostrar um pouco mais de nervosismo entre os investidores, refletindo as atuais valorizações exigentes e a mudança de expectativas de política monetária que se verificou desde janeiro. A instabilidade estendeu-se também aos países emergentes, como o México, onde o risco político e a deterioração das perspetivas orçamentais estão a provocar grandes ajustamentos cambiais, reduzindo a margem de manobra dos bancos centrais que têm vindo a reduzir as taxas de juro. No caso dos países desenvolvidos, são cada vez mais os bancos centrais que começam a flexibilizar a política monetária (Suíça, Canadá, Suécia, zona euro, etc.), sem que a divergência com a estratégia da Fed provoque tensões financeiras, para além de uma esperada valorização do dólar (+1,1% na taxa de câmbio efetiva no último mês). Neste sentido, a chave para a segunda parte do ano será a forma como a Fed vai lidar com o primeiro corte nas taxas de juro. Será fundamental consolidar as expectativas de política monetária dos investidores preocupados com a evolução das contas públicas (se não houver ajustamentos, o défice público manter-se-á em cerca de 6% durante a próxima década) e com o risco político, especialmente após o primeiro debate entre os candidatos presidenciais. Em suma, o risco político e a sensibilidade dos mercados vão estar no centro das atenções nos meses de verão.

Cronologia

JUNHO 2024

- 2 A OPEP concorda em prolongar os cortes na produção de crude (3,66 milhões de bpd até dezembro de 2025 e 2,2 milhões de bpd até setembro de 2024, mas com uma retirada gradual até setembro de 2025).
- 6 O BCE baixa as taxas em 25 p.b. e fixa a taxa depo em 3,75% e a taxa refi em 4,25%.

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.

MAIO 2024

- 31 A agência Standard & Poor's baixa a notação de crédito da 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).

Agenda

JULHO 2024

- 1 Portugal: emprego e desemprego (maio).
- 2 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (junho).
Zona Euro: crescimento do IPC (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 às Forças de Trabalho (2T).
- 30 Espanha: crescimento do PIB (2T).
Espanha: crescimento do IPC (julho).
Portugal: crescimento do PIB (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 governo (junho).
Portugal: estimativa do IPC (julho).
Portugal: execução orçamental (junho).
Zona Euro: estimativa do IPC (julho).

AGOSTO 2024

- 1 Portugal: dívida pública (junho).
- 2 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (julho).
- 5 Espanha: produção industrial (junho).
- 7 Portugal: emprego (2T).
- 13 Portugal: salário médio mensal bruto por trabalhador (2T).
- 15 Japão: PIB (2T).
- 19 Espanha: comércio externo (junho).
- 20 Portugal: Balança de pagamentos (junho).
- 23 Espanha: empréstimos, depósitos e crédito malparado (junho).
- 29 Espanha: estimativa do IPC (agosto).
Zona Euro: índice de sentimento económico (agosto).
- 30 Portugal: detalhe do PIB (2T).
Portugal: *rating* S&P.
Zona Euro: estimativa do IPC (agosto).

A macro vai bem, obrigada

Tal como o nosso título indica e como temos vindo a evidenciar nas análises mais recentes, as principais notícias no domínio da macroeconomia relativas a Portugal têm sido favoráveis. Diríamos mesmo que a tendência futura, se tudo o resto não sofrer grandes alterações (importante premissa, dado o contexto político mundial muito complexo que vivemos), será para melhorar, como se pode aferir pelo sentido das revisões de cenários de várias instituições, apreciação de agências de *rating*, retirada de Portugal dos designados MIP (*Macroeconomic Imbalance Procedure*, na sua sigla em inglês) e também pela análise de vários indicadores, dos quais nesta publicação destacamos o endividamento do setor empresarial e das famílias, e indicadores de inovação.

Entre os aspetos referidos vale a pena detalhar a retirada de Portugal do conjunto de países sujeitos ao MIP, que podemos traduzir por procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos. Este é um mecanismo de supervisão no âmbito da União Europeia, lançado em 2011 no âmbito do Semestre Europeu, e que visa identificar precocemente os potenciais riscos, prevenir o aparecimento de desequilíbrios macroeconómicos prejudiciais e corrigir os desequilíbrios já existentes. Efetivamente, a crise financeira internacional e crises de dívida soberana vieram evidenciar como certos desequilíbrios – por exemplo, um saldo deficitário excessivo da balança corrente ou uma valorização explosiva no mercado imobiliário – se não forem corrigidos, podem afetar negativamente outras economias e causar ajustamentos fortes em variáveis reais, designadamente na atividade e no emprego, com custos sociais importantes.

Portugal estava incluído na lista de países com desequilíbrios macro excessivos praticamente desde que este mecanismo foi criado, em plena crise de dívida soberana. Agora foi excluído desta lista, porque a Comissão Europeia concluiu que o país realizou progressos significativos na redução das vulnerabilidades relacionadas com a elevada dívida privada, governamental e externa, que a CE antecipa que deverão continuar a diminuir. Como temos vindo também a destacar regularmente, após uma interrupção causada pela crise da pandemia, os rácios de endividamento das famílias e das empresas retomaram a tendência de descida, assim como o rácio de dívida pública, que terminou 2023 abaixo dos 100% do PIB. A nível do posicionamento face ao exterior, quer a posição líquida de investimento internacional (que incorpora instrumentos de capital, por exemplo, detenção de partes do capital por empresas estrangeiras ou vice-versa) quer a dívida externa têm melhorado subs-

tancialmente; a nível dos fluxos, a balança corrente regista excedentes que se têm vindo a tornar mais robustos, assentes não apenas no saldo excedentário das contas do Turismo, mas também na melhoria (ou no encolhimento) dos desequilíbrios/défices remanescentes. Por tudo isto justifica a retirada do país dos holofotes do MIP.

É também neste contexto que destacamos a análise incluída nesta publicação relativamente ao endividamento do setor empresarial. Efetivamente, as melhorias ao nível macroeconómico acabam por refletir o somatório de todas as tendências que se registam ao nível micro, em concreto ao nível do setor empresarial. Como destacamos no artigo em anexo, embora diferenciado entre os vários setores, as empresas podem considerar-se globalmente mais saudáveis em termos económicos, com elevados níveis de liquidez, mais rentáveis, mais capitalizadas e a conseguir fazer face, de forma mais capaz, às suas responsabilidades e custos da dívida. Referimos apenas uma das métricas, entre as várias que são discutidas em pormenor no artigo: durante o período da crise de dívida soberana (e implementação do Programa de Assistência Económica e Financeira em Portugal), o setor empresarial gerava um nível de lucros (antes de amortizações, juros e impostos, designado por EBITDA) que mal chegava para cobrir as suas responsabilidades com a dívida. Atualmente, apesar do aumento recente das taxas de juro, ultrapassa-as em mais de 8 vezes, tanto no segmento das grandes empresas como no das PME.

Enfim, sabemos que continuam a haver muitas e múltiplas áreas para trabalhar e melhorar. Mas por ora, os resultados permitem, pelo menos, que a folga estival decorra tranquilamente.

Paula Carvalho

Lisboa, 08 de julho de 2024

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

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,1	4,7	5,6	1,7	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	2,2	4,6
Construção	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	2,9	3,1
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,5	-0,9	6,6	2,9	1,7	2,0	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

Mercados em vésperas de eleições e incerteza política em junho

Incerteza política, a principal fonte de volatilidade do mercado. Em junho, esta fonte de instabilidade reduziu a apetência dos investidores pelo risco e, embora tenha permanecido elevada, moderou-se acentuadamente em relação a maio. Já nos mercados desenvolvidos, embora as eleições europeias não tenham trazido grandes surpresas em termos agregados, implicaram a marcação de eleições legislativas antecipadas por parte do Presidente Macron, o que desencadeou alguma turbulência nos mercados financeiros europeus, com um alargamento dos prémios de risco soberano e quedas nos mercados acionistas (os movimentos foram relativamente intensos em França, enquanto o contágio às restantes economias foi moderado). Do outro lado do Atlântico, por outro lado, a bolsa americana manteve-se em alta e as taxas dos *treasuries* desceram devido a uma combinação de pressões de dados de inflação mais baixos e de uma atividade económica sólida. Entretanto, nos mercados emergentes, as eleições mexicanas foram acompanhadas de perdas nos ativos financeiros locais, enquanto os ativos indianos e sul-africanos, que também registaram quedas pós-eleitorais, recuperaram durante o mês de junho.

Divergência entre os bancos centrais das economias desenvolvidas. Os bancos centrais das economias desenvolvidas, depois de terem estado em sintonia durante muitos meses, estão a começar a mostrar sensibilidades diferentes em relação às taxas de juro. Em junho, o BCE reduziu, tal como antecipado, em 25 p.b. as suas taxas de referência (colocando a taxa *depo* em 3,75%), embora, desde a reunião, os seus responsáveis tenham feito um esforço para arrefecer as expectativas de um novo corte em julho, e as expectativas dos investidores apontem para o próximo corte na reunião de setembro, se a economia evoluir como é suposto. Por sua vez, a Fed manteve as taxas inalteradas em junho, embora os seus membros tenham assinalado uma menor propensão para reduzir as taxas este ano (em particular, em comparação com as três reduções de taxas assinaladas em março, o *dot plot* de junho apontava para apenas um corte de taxas em 2024, embora com um número significativo de membros a defender dois). Deste modo, no final de junho, as taxas implícitas no mercado monetário previam uma nova redução das taxas do BCE em setembro e, com uma probabilidade de 60%, outra em dezembro, enquanto para a Fed os mercados previam uma primeira redução em setembro (probabilidade de 70%) e outra em dezembro. Em contrapartida, tanto o Banco do Canadá como o Banco da Suíça baixaram as taxas em junho (no caso da Suíça, pela segunda vez este ano), enquanto os outros grandes bancos centrais desenvolvidos não fizeram alterações. O Banco do Japão destacou-se como o único com perspetivas de subida das taxas até ao final de 2024 e em 2025.

Aumento dos prémios de risco periféricos num contexto de queda dos rendimentos soberanos. O aumento da incerteza política na Zona Euro e alguns dados sobre a atividade económica inferiores ao esperado em junho resultaram numa forte deslocação em sentido descendente da curva de rendimentos

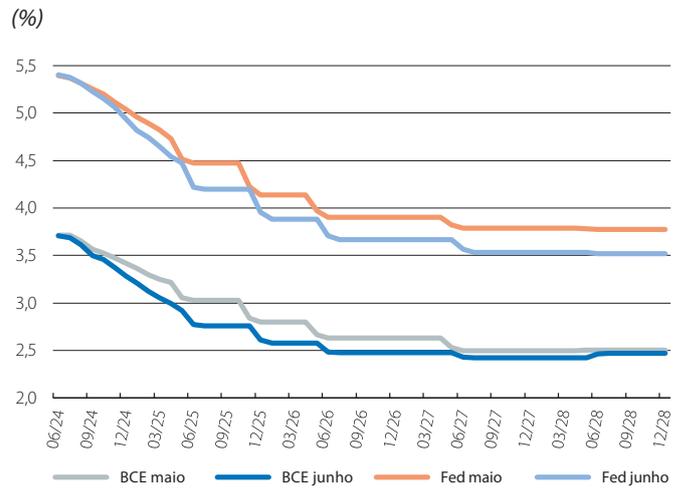
Zona Euro: prémios de risco soberano

Spread com a taxa de juro soberana da Alemanha (p. b.)



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

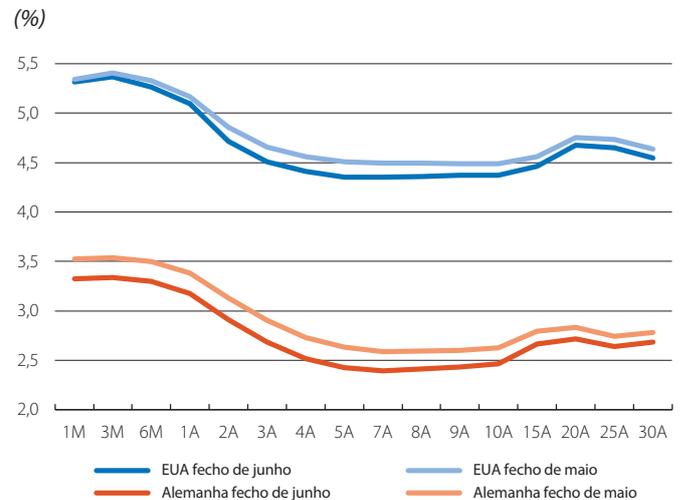
Taxas implícitas para o BCE e a Fed



Nota: Expectativas das taxas de juro diretoras do BCE (*depo*) e da Fed (*fed funds*) implícitas nas taxas do mercado monetário.

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

Curvas de rendimento soberano da Alemanha e dos EUA



Nota: Taxas de juro soberanas em vários prazos, de 1 mês (1M) a 30 anos (30A).

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

soberanos alemães, mais pronunciada na parte curta do que na parte longa. Ao mesmo tempo, os prémios de risco dos países periféricos a 10 anos aumentaram significativamente durante o mês, com o prémio francês a liderar o movimento (mais de 30 p.b.) e a induzir algum contágio aos restantes países periféricos (Itália mais de 25 p.b., Espanha perto de 20 p.b. e Portugal cerca de 15 p.b.). O aumento do prémio francês levou-o para níveis não observados desde 2012 e ligeiramente superiores aos de Portugal. Contudo, a curva dos EUA também se deslocou no sentido descendente.

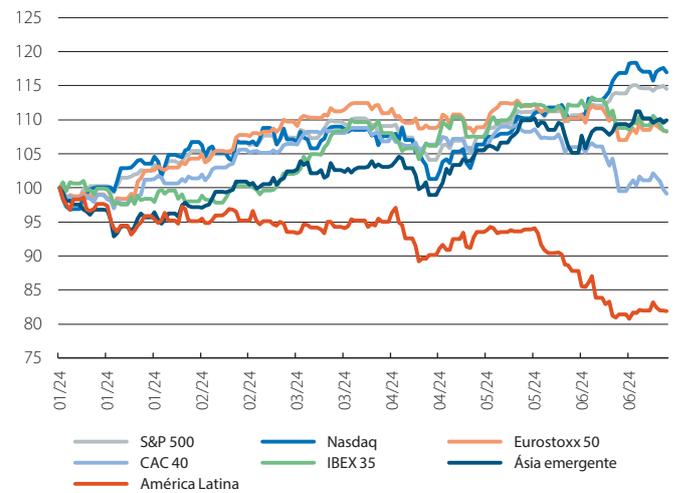
O desempenho das grandes ações tecnológicas destaca-se uma vez mais. Os resultados dos mercados bolsistas europeus e norte-americanos em junho foram mistos. No caso dos primeiros, a incerteza política e o aumento dos *spreads* periféricos contagiaram os ativos de risco, provocando perdas no CAC 40 francês e nos restantes índices nacionais. Nos Estados Unidos, as grandes empresas tecnológicas aproveitaram mais uma vez a descida das taxas soberanas e a perspectiva de descida das taxas de juro. Associado ao interesse sustentado dos investidores em empresas relacionadas com a inteligência artificial, este facto gerou ganhos no índice Nasdaq e impulsionou o S&P 500, que registou novos máximos históricos. No entanto, este bom desempenho não foi generalizado, e tanto o S&P 500 ponderado por igual como o Russell 2000 sofreram quedas no mês. Os índices das economias emergentes, pelo contrário, tiveram um bom desempenho, graças às bolsas asiáticas (excluindo os índices chineses) e apesar do mau desempenho das bolsas latino-americanas, nomeadamente a mexicana, que registou fortes perdas em junho.

Vários ventos favoráveis reforçam o dólar. A moeda americana beneficiou da força macroeconómica dos EUA, bem como dos vários fatores de risco geopolíticos mundiais, e apreciou mais de 1% face a um cabaz de outras moedas importantes. Dentre as moedas emergentes, o peso mexicano depreciou (perdendo quase 8% no mês) e as outras moedas latino-americanas (COP, BRL e CLP), pesadas por fatores políticos e diferentes expectativas de deterioração fiscal a médio prazo. Nas moedas das economias desenvolvidas, tanto o euro como a libra esterlina enfraqueceram face ao dólar em junho, perante o aumento da incerteza política. Em contrapartida, o yen voltou a enfraquecer durante mais um mês, atingindo um mínimo de 38 anos, apesar do endurecimento do tom dos responsáveis políticos do Banco do Japão nas últimas semanas.

O risco geopolítico também impulsiona os preços do crude. Um mês de ganhos para o crude, num contexto marcado pelo anúncio da OPEP+ de que vai prolongar os atuais cortes de produção até outubro, altura em que começará a revertê-los gradualmente, bem como pela instabilidade geopolítica mundial e pela fraca procura chinesa, que impediu novos avanços. A valorização dos metais, sustentada e significativa até agora este ano (e, em muitos casos, com sinais de continuação, como analisamos no Focus «Os metais podem ganhar mais “brilho”?» deste relatório), teve uma pausa em junho, em parte devido a uma maior confiança dos investidores na evolução futura da política monetária da Fed, confiança essa que, em junho, tornou os metais menos atrativos como *hedge* ou ativo de cobertura.

Desempenho dos principais índices bolsistas

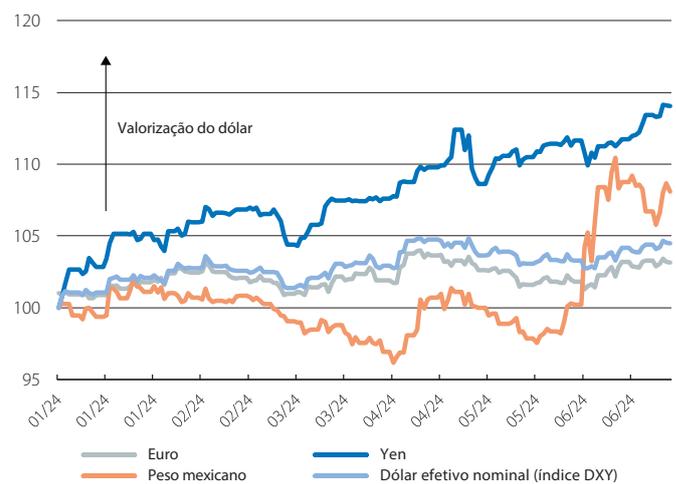
Índice (100 = 31/12/2023)



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

Moedas selecionadas em relação ao dólar

Índice (100 = 01/01/2024)



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

Matérias-primas: preços

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2022	2023
Commodities	Índice	101,0	-1,9	2,4	13,8	-12,6
Energia	Índice	32,3	3,6	5,1	33,5	-25,6
Brent	\$/barril	86,4	5,9	12,2	10,5	-10,3
Gás natural (Europa)	€/MWh	34,5	0,8	6,6	8,5	-57,6
Metais preciosos	Índice	250,6	-1,2	12,0	-1,9	4,1
Ouro	\$/onça	2.326,8	0,0	12,8	-0,3	13,1
Metais industriais	Índice	151,4	-5,7	6,1	-4,4	-13,7
Alumínio	\$/Tm	2.524,5	-4,8	5,9	-15,3	0,3
Cobre	\$/Tm	9.599,0	-4,4	12,2	-13,9	2,2
Agricultura	Índice	57,0	-6,3	-8,8	13,2	-9,3
Trigo	\$/bushel	553,5	-18,4	-11,9	2,8	-20,7

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

Os metais podem ganhar mais «brilho»?

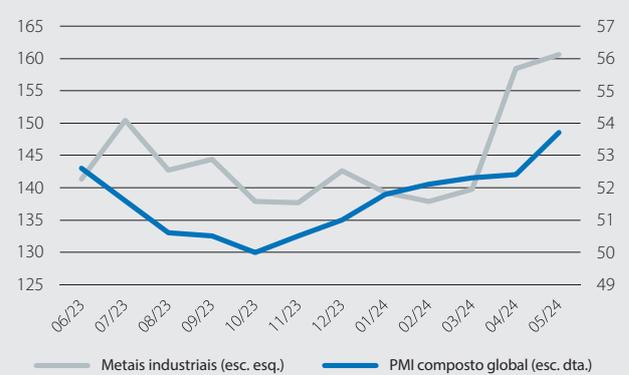
O preço dos metais industriais¹ sofreu uma queda de 11% em 2023, em resultado do fraco crescimento económico. Não obstante, desde o início deste ano e, em particular, desde o final de março, assiste-se a um aumento da procura da maioria destes metais, centrada nos sectores automóvel e das energias renováveis, à medida que a atividade industrial se torna mais dinâmica a nível mundial, especialmente nos países emergentes. Esta situação, associada à persistência de restrições à oferta de alguns metais essenciais, refletiu-se no aumento dos preços da maioria destas matérias-primas. Por exemplo, no grupo dos metais não ferrosos, o cobre registou, este ano, um aumento de 15%, o alumínio de 6% e o níquel de 5%. O sector também melhorou a sua rentabilidade graças à redução dos custos da energia e dos transportes, o que conduziu a uma melhoria do sentimento dos investidores em relação a estes ativos.

Um futuro de menos e mais

Procurando antecipar o comportamento dos preços dos metais industriais, a princípio, parece provável que a volatilidade continue a ser a dinâmica predominante nos próximos meses, face às forças de alta que discutimos abaixo, mas também com riscos de curto prazo, como a persistência de uma política monetária restritiva a nível mundial ou dúvidas sobre a China. Relativamente à oferta, continuará a pressão exercida pelas restrições comerciais, associada à recente proibição ocidental sobre os metais russos,² que poderá reduzir a oferta mundial de alumínio e cobre, e à imposição de limites às exportações de estanho em Myanmar e na Indonésia, que representam 40% da produção mundial do metal. Do mesmo modo, o Banco Mundial sugere que a oferta mundial de cobre será condicionada por cortes e interrupções de produção na América do Sul, bem como de zinco, à medida que os produtores respondem aos preços fracos ao longo de 2022 e 2023. Enquanto isso, espera-se que o forte desempenho do investimento da China no sector industrial e de infraestruturas ajude a compensar a fraca procura de alguns metais, como o minério de ferro, associada à fraqueza do seu sector imobiliário. Em todo o mundo, o início da redução das taxas de juro da política monetária poderá ser um estímulo não só para a atividade económica, mas também para a procura de metais comuns.

1. O índice de metais de base do Banco Mundial inclui o alumínio, o cobre, o chumbo, o níquel, o estanho e o zinco.
 2. Em abril, os EUA e o Reino Unido proibiram a importação de alumínio, cobre e níquel de origem russa produzidos a partir de 13 de abril de 2024. Trata-se de uma das sanções mais diretas contra os metais russos desde o início da guerra na Ucrânia, proibindo efetivamente a entrega desses metais nos armazéns da Bolsa Mercantil de Chicago e da Bolsa de Metais de Londres (CME e LME, respetivamente), as principais bolsas de negociação e de fixação de preços dos metais a nível mundial.

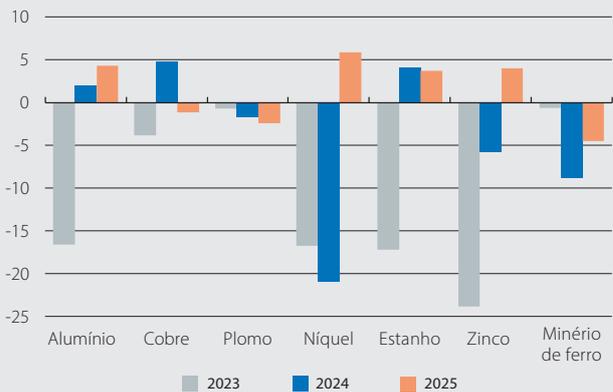
Atividade global e preços dos metais industriais



Nota: É utilizado o índice Bloomberg de metais industriais.
 Fonte: BPI Research, com base em dados do Bloomberg.

Metais: estimativa de preços

Variação homóloga (%)



Nota: As estimativas do Banco Mundial são utilizadas para 2024 e 2025.
 Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Mundial.

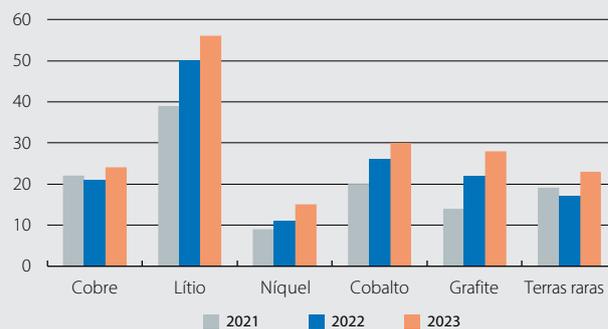
Estendendo as perspetivas para o futuro dos metais industriais, cada vez mais analistas se inclinam para um futuro em que estas matérias-primas desempenharão um papel de protagonistas e em que as tensões entre a oferta e a procura se tornarão mais frequentes e mais decisivas para os níveis de preços. De entre os argumentos que enquadram este cenário, destaca-se, em primeiro lugar, o baixo investimento no sector mineiro e extrativo nas últimas duas décadas. Os retornos pouco aliciantes de muitos investimentos em projetos de longo prazo até à data, juntamente com governos instáveis em muitos dos países produtores, levaram a uma diminuição da capacidade de produção e dos níveis de existências.

Seguidamente, o avanço das políticas de descarbonização e de sustentabilidade ambiental. Esta transição energética é um processo intensivo em metais, tanto na implementação de novas fontes de energia renováveis como na adaptação da indústria às mesmas. Estima-se que a procura de metais para fins «verdes» aumente 7% por ano até

2050 (ano em que os países da COP28 se comprometeram a reduzir as emissões líquidas de dióxido de carbono para zero), o dobro da procura combinada de alumínio e cobre nos últimos 13 anos.³ Neste contexto, o cobre será ainda mais importante, porque, para além de ser o melhor condutor de energia elétrica (a seguir à prata), o desenvolvimento de parques solares e eólicos e o fabrico de veículos elétricos requerem quase o dobro do cobre que as centrais elétricas alimentadas a combustíveis fósseis e os automóveis movidos a combustíveis fósseis,⁴ e é cada vez mais difícil e dispendioso extrair em novas minas a mesma quantidade e qualidade de metal. Em terceiro lugar, o desenvolvimento da inteligência artificial (IA) e dos centros de dados. O desenvolvimento de modelos de IA e a sua posterior utilização implicam um aumento significativo da procura de eletricidade.⁵ Isto exige uma rede elétrica suficientemente extensa e atualizada para garantir o abastecimento, pelo que o crescimento implicará também um aumento da procura de metais.

Contudo, este cenário futuro não está isento de riscos que possam alterar a trajetória de aumento da procura e dos preços dos metais. Em primeiro lugar, há o ritmo de implementação da transição energética, que depende de muitos fatores e varia de país para país. O produto final poderá ser alterado por aspetos como o grau de empenho dos governos dos países emergentes e/ou de baixo rendimento, a falta de investimento (público e privado) em projetos de longo prazo e a emergência de riscos geopolíticos. Além disso, estes aspetos afetariam negativamente a expansão da rede elétrica mundial. Outro risco consistiria no ritmo do desenvolvimento tecnológico. Por norma, os avanços tecnológicos conduziram a uma menor utilização de metais ou a uma mudança na utilização (procura) de um metal para outro, o que levou a um relaxamento dos preços.

A procura de metais para a transição energética (%)



Nota: * Incluem o neodímio, o preceodímio, o disprosio e o térbio. A procura destes metais engloba atividades de produção de energia com baixas emissões, fabrico de veículos elétricos e baterias, tecnologia de rede e de hidrogénio.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Agência Internacional de Energia.

3. Segundo a Agência Internacional da Energia (AIE), o fabrico de um veículo elétrico requer até seis vezes mais peso de metal do que o fabrico de um veículo de combustão térmica.

4. Ver Thermal Management for EV Power Electronics 2024-2034: Forecasts, Technologies, Markets, and Trends, ID TechEx, março de 2024.

5. A AIE refere que uma pesquisa no Google baseada no ChatGPT consome quase 10 vezes mais eletricidade do que uma pesquisa tradicional.

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,25	4,50	-25	-25,0	25,0
Euribor 3 meses	3,71	3,79	-7	-19,8	11,4
Euribor 12 meses	3,58	3,71	-13	6,5	-56,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,21	3,43	-23	-5,3	-40,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,83	3,10	-26	42,9	-42,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,50	2,66	-16	47,6	6,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,42	3,39	3	42,6	-2,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,25	3,26	-1	59,3	6,1
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 meses	5,32	5,34	-2	-0,7	5,6
Dívida pública a 1 ano	5,11	5,18	-7	34,8	-28,6
Dívida pública a 2 anos	4,75	4,87	-12	50,4	-18,2
Dívida pública a 10 anos	4,40	4,50	-10	51,7	54,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	61	53	9	2,9	-12,0
Itraxx Financeiro Sénior	72	59	13	4,8	-12,6
Itraxx Financeiro Subordinado	128	106	22	5,7	-29,6

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,071	1,085	-1,2	-3,0	-1,8
EUR/JPY (ienes por euro)	172,390	170,620	1,0	10,7	9,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,847	0,851	-0,5	-2,3	-1,5
USD/JPY (ienes por dólar)	160,880	157,310	2,3	14,1	11,2

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	539,3	546,2	-1,3	5,7	-2,4
Brent (\$/barril)	86,4	81,6	5,9	12,2	15,8
Ouro (\$/onça)	2.326,8	2.327,3	0,0	12,8	21,1

Mercado Acionista

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.460,5	5.277,5	3,5	14,5	22,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.894,0	4.983,7	-1,8	8,2	11,3
Ibex 35 (Espanha)	10.943,7	11.322,0	-3,3	8,3	13,5
PSI 20 (Portugal)	6.480,1	6.870,8	-5,7	1,3	8,2
Nikkei 225 (Japão)	39.583,1	38.487,9	2,8	18,3	17,3
MSCI emergentes	1.086,3	1.049,0	3,6	6,1	8,1

A incerteza política irá moldar a economia internacional?

Recuperação bastante moderada na Zona Euro. No segundo trimestre, a recuperação económica na Zona Euro prosseguiu, embora pareça estar a perder dinamismo em junho. O índice PMI do clima empresarial da Zona Euro, entre outros, manteve-se em valores compatíveis com um crescimento positivo em junho, mas desiludiu ao cair (50,8 vs. 52,2), arrastado por um sector industrial que aprofunda a sua recessão (45,6 vs. 47,3); e o Ifo alemão, após quatro meses consecutivos de crescimento, caiu em junho (89,3 vs. 88,6), afastando-se do limiar de 100 que aponta para taxas de crescimento próximas da sua média de longo prazo. Estes resultados estão, portanto, em consonância com o cenário de crescimento modesto esperado (tanto o consenso dos analistas como o BPI Research preveem um aumento de cerca de 0,3% em termos trimestrais no segundo trimestre) e colocariam o crescimento da Zona Euro para o conjunto de 2024 num nível moderado de 0,8%.

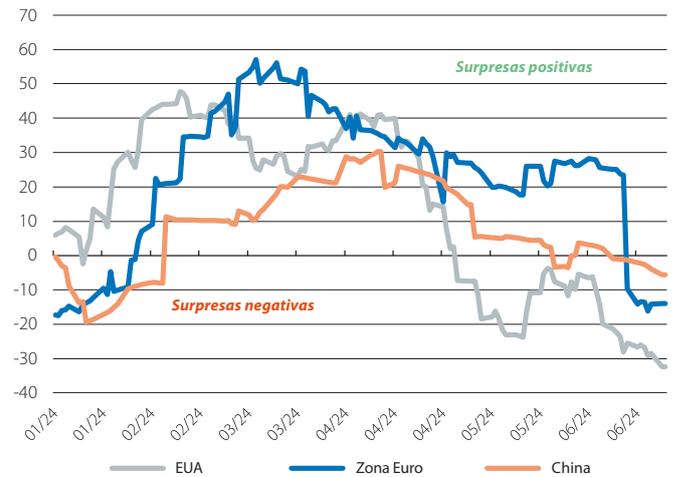
Aumento da incerteza política na Zona Euro. A deterioração dos indicadores de confiança das empresas pode refletir em parte o aumento da incerteza política associada ao resultado das eleições para o Parlamento Europeu em junho, visto que estes indicadores se baseiam em inquéritos realizados imediatamente após as eleições. Muito embora os partidos tradicionais tenham mantido a sua maioria parlamentar, a afirmação de forças nos extremos do espectro político levou à convocação de eleições legislativas antecipadas em França. Após a segunda ronda, a vitória inesperada da coligação de esquerda (NFP), que obteve 182 dos 577 lugares da Assembleia, e a resistência do partido do Presidente Macron (168 lugares) colocaram o partido de Le Pen em terceiro lugar (143 lugares). Assim, o resultado é um Parlamento profundamente fragmentado, em que nenhuma força política dispõe de uma maioria suficiente para impor a sua agenda, o que forçará a realização de pactos. Conforme detalhado no ambiente do mercado financeiro, tudo isto gerou dúvidas entre os investidores sobre a correção dos desequilíbrios orçamentais e provocou turbulência financeira num contexto em que a França parte de um elevado défice e de uma levada dívida pública (5,5% e 110,6% em 2023, respetivamente) e, além disso, num mês em que a Comissão Europeia iniciou um processo de abertura de um procedimento por défice excessivo contra a própria França, bem como contra Itália, Hungria, Polónia, Malta, Eslováquia e Bélgica.

A inflação na Zona Euro está a abrandar. Em junho, a inflação desceu 0,1 p.p. para 2,5%, enquanto a inflação subjacente (que exclui produtos alimentares e energia) se manteve em 2,9%. Por conseguinte, após a forte descida do último ano e meio (a inflação tinha atingido 10,6% em outubro de 2022), a descida final para o objetivo de 2% abrandou à medida que a fonte de desinflação energética se esgotou (os preços da energia estabilizaram em termos homólogos, depois de terem caído mais de 10% no final de 2023) e o esforço recai sobre itens inerciais (como os serviços, que se mantiveram em 4,1% em junho). A este facto acresce a volatilidade estatística gerada pelos efeitos de base relacionados com a retirada progressiva das medidas de apoio face à crise energética.

Os indicadores dos EUA continuam a apresentar um cenário de crescimento ainda sólido, mas em abrandamento. O PMI

Índice de surpresas económicas

(Desvio em relação ao esperado)



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

Zona Euro: PMI

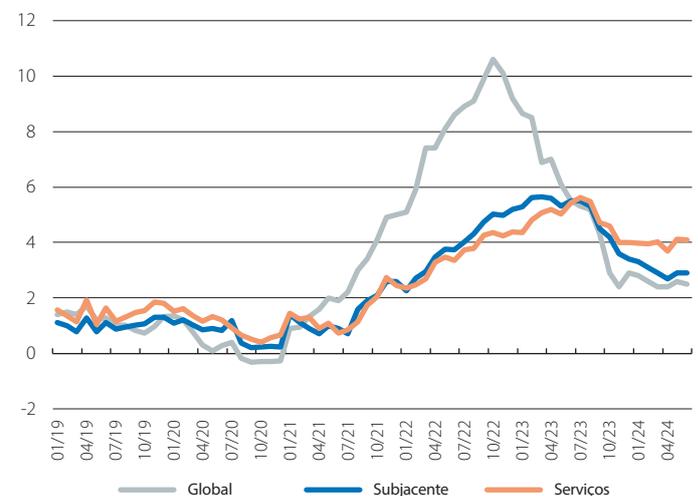
Índice (>50, expansão e <50, contração)



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

Zona Euro: inflação

Variação homóloga (%)



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

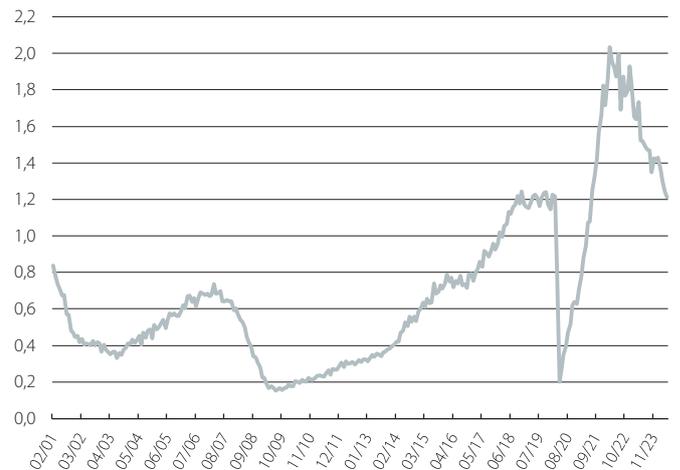
compósito consolidou-se, em junho, entre os níveis mais elevados dos últimos dois anos (54,6 vs. 54,5) os modelos *nowcasts* da Fed de Nova York e Atlanta apontam para um crescimento acima de 0,5% em cadeia no 2T 2024 (0,3% no 1T). Contudo, estão a acumular-se sinais de uma perda ordenada de ímpeto. Em maio, a criação de emprego manteve-se acima da média dos 12 meses anteriores e a taxa de desemprego situou-se em 4,0%, mas outros indicadores do mercado de trabalho apontam para alguma normalização. Dessa forma, a taxa de desocupação continua a diminuir (1,2 em maio, contra um máximo de 2,0) e a componente de emprego do ISM, tanto na indústria transformadora como nos serviços, aponta para um abrandamento modesto do ritmo de criação de emprego.

O consumo privado abranda, enquanto a inflação dá melhores notícias. O consumo privado dos EUA cresceu menos do que o inicialmente estimado no 1T (0,4% em termos trimestrais vs. estimativa inicial de 0,6%) e a fraqueza das vendas a retalho em abril e maio aponta para uma continuação deste comportamento no 2T. A este propósito, estima-se que praticamente todas as poupanças excedentárias acumuladas durante a pandemia já tenham sido utilizadas. Relativamente à inflação nos EUA, em maio, e pelo segundo mês consecutivo, esta voltou a situar-se abaixo do consenso das expectativas dos analistas, tanto em termos de inflação global (3,3% vs. 3,4% em abril), como na inflação subjacente (3,4% vs. 3,6%). No entanto, a componente *shelter* (serviços relacionados com a habitação) continua a mostrar uma notável resistência à queda (5,4% vs. 5,5% em abril), o que condiciona a evolução da inflação, dado que pesa mais de 35% no cabaz do IPC. A componente *shelter* está também incluída no índice de preços PCE, a referência para a Fed, embora com um peso inferior ao do IPC, o que explica que a inflação medida com o PCE seja mais baixa, mas não impede que tenha mostrado uma inércia maior do que a esperada nos últimos meses (2,6% vs. 2,8% em abril). Ao fazê-lo, a Fed reiterou a sua cautela quanto ao início da descida das taxas.

A curto prazo, as perspectivas para a China são boas, mas continuam a existir riscos a médio prazo. Embora a economia chinesa apresente alguns sinais contraditórios, no cômputo geral, continua a crescer a bom ritmo, apoiada pelas medidas económicas implementadas e pelo aumento das exportações (14,5% em maio, em termos homólogos), graças ao impulso da venda de produtos relacionados com a economia verde. O investimento em capital fixo registou, assim, um crescimento homólogo de 4,0% no acumulado do ano até maio, o que compara com 4,2% nos primeiros quatro meses do ano. Paralelamente, a produção industrial perdeu algum do seu dinamismo em maio (5,6% vs. 6,7% em termos homólogos), enquanto as vendas a retalho conseguiram recuperar (3,7% vs. 2,3% em termos homólogos). Em relação à situação do mercado imobiliário, as dificuldades persistem e, apesar das medidas tomadas pelo governo, a tendência para a descida dos preços ainda não foi invertida. Em contrapartida, em junho, a UE anunciou a aplicação de uma tarifa adicional de até 38% aos veículos elétricos chineses, a título provisório (o mais tardar em 5 de julho e, finalmente, em novembro), uma decisão que segue a dos EUA (que pretendem aplicar uma tarifa de quase 100% aos veículos elétricos importados da China a partir de 1 de agosto) e a da Turquia, que pretende aplicar uma tarifa de 40% a todos os veículos fabricados na China (híbridos e de combustão) a partir de 7 de julho.

EUA: ofertas de emprego

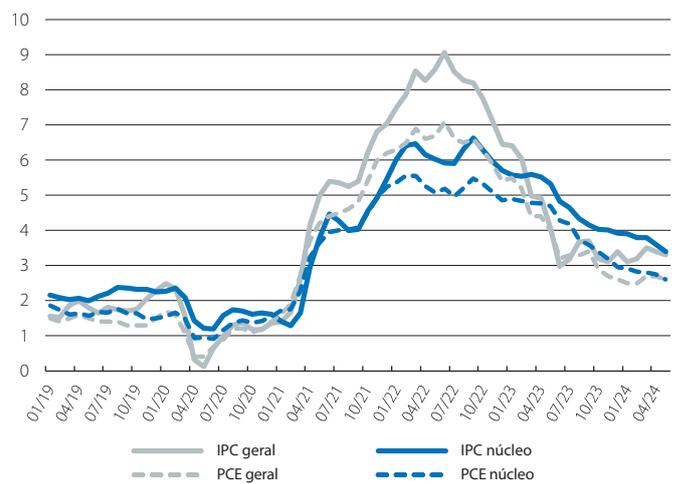
(Rácio de empregos disponíveis por pessoa desempregada)



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

EUA: medidas de inflação

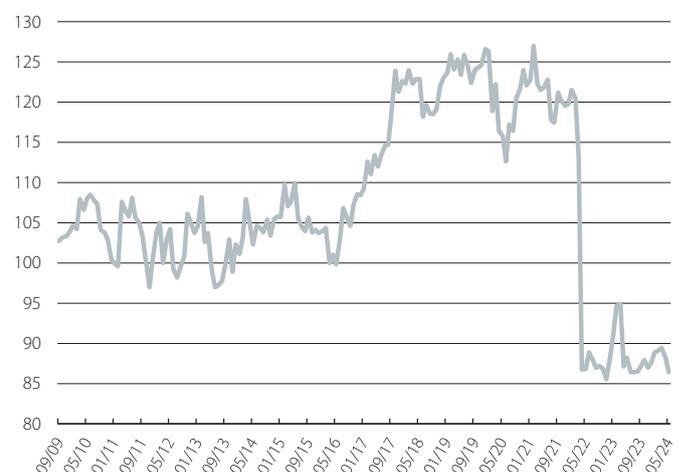
Variação homóloga (%)



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

China: confiança do consumidor

Índice



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

O que se passa com os consumidores chineses?

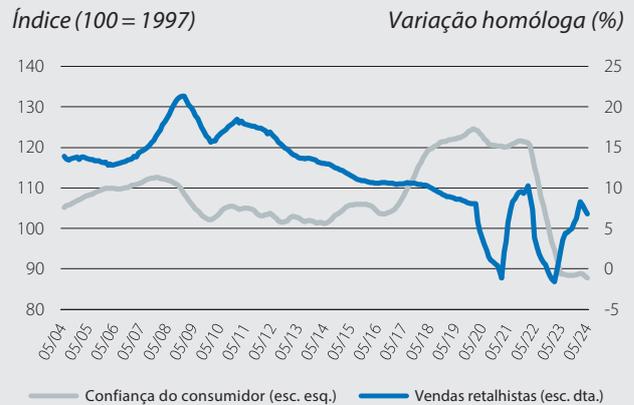
Aparentemente, a economia chinesa resistiu muito bem ao choque da pandemia. No período de 2015 a 2019, cresceu a uma taxa média anual de 6,7%, enquanto a partir do primeiro trimestre de 2023 manteve uma taxa de crescimento superior a 5%. Ao nível do comércio externo, as suas exportações cresceram a um ritmo recorde desde 2020 e ganharam quota de mercado, enquanto algumas das suas principais indústrias alcançaram uma posição de domínio global quase indiscutível. No entanto, a nível interno, a situação é diferente. O consumo continua a não recuperar e o investimento continua a ser arrastado por uma crise no sector imobiliário que parece não ter fim à vista. Neste contexto, as vendas a retalho cresceram 5% no último ano (contra um ritmo de quase 10% em 2015-2019) e o investimento está a crescer a uma taxa de 4% (3% em 2023, contra mais de 7% em 2015-2019). A confiança dos consumidores é um dos sintomas mais visíveis desta fraqueza da procura interna, que caiu a pique no início de 2022 e não recuperou desde então. No artigo anterior deste relatório, vimos que alguns indicadores económicos evoluíram de forma muito diferente dos índices de confiança dos consumidores nos EUA e na Zona Euro. Os resultados diferentes podem ser explicados por vários fatores, incluindo alterações na sensibilidade das famílias a certas variáveis económicas, enviesamentos cognitivos, ou questões idiossincráticas em cada país ou região.¹ E na China?

Falta de confiança e consumo fraco: conjuntura ou estrutura?

A um ambiente económico difícil a nível interno, foram adicionadas pressões deflacionistas nos últimos dois anos em resultado de fatores estruturais – como o declínio da população – e de fatores cíclicos – um sector imobiliário em correção e a forte expansão da capacidade produtiva no setor manufatureiro durante a pandemia, que resultou em problemas de excesso de capacidade. Acresce que o abrandamento do PIB nominal, tal como percecionado pelos consumidores, tem sido mais forte do que os valores de crescimento real revelam, com o crescimento a desacelerar de cerca de 9,0% em 2015-2019 para menos de 5,0% no último ano.²

A repartição por componentes da despesa per capita revela também algumas alterações nas preferências de consumo das famílias chinesas. Das rubricas mais impor-

China: confiança dos consumidores e vendas a retalho



Nota: São utilizadas médias de 12 meses para ambas as variáveis.

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

tantes, as despesas com a habitação abrandaram fortemente em comparação com o período pré-pandémico, enquanto as despesas com a alimentação chegaram mesmo a acelerar. Analogamente, o consumo abrandou mais nas zonas urbanas do que nas zonas rurais.³

Estes fatores, juntamente com o momento e a rapidez da desaceleração inicial, apontam para um denominador comum de falta de confiança e para a recente fraqueza do consumo das famílias chinesas: o sector imobiliário. O colapso da confiança dos consumidores quase coincide com a rápida deterioração do índice de clima imobiliário (ver segundo gráfico). Aliás, isto aconteceu numa altura em que o país foi assolado por uma nova vaga de contágios que levou a confinamentos generalizados nas maiores cidades do país e ampliou as dificuldades do sector. A partir daí, o índice de confiança dos consumidores não recuperou.

Esta situação aponta para fatores conjunturais subjacentes à falta de confiança dos consumidores chineses – e, em certa medida, específicos de cada país. Mas há também fatores estruturais por detrás da falta de consumo na China. Recentemente, explorámos alguns fatores explicativos para a elevada taxa de poupança das famílias (e correspondente baixa taxa de consumo) no país,⁴ próxima dos

3. Com efeito, o abrandamento do ritmo de crescimento do rendimento disponível foi um pouco mais acentuado nos quintis extremos da distribuição, ou seja, entre os 20% mais baixos e os 20% mais altos dos detentores de rendimentos. Para além do efeito negativo mais forte sobre o rendimento nestes grupos, é razoável assumir que o efeito riqueza da crise imobiliária está a ser mais forte nos quintis superiores da distribuição do rendimento. As quedas de preços estão a ser mais fortes nas cidades Tier 1 (onde se concentram os rendimentos mais elevados) e, por outro lado, este grupo tende a ter uma elevada exposição ao sector.

4. Ver, por exemplo, o Focus «Os sintomas da China: mais do que a COVID», no IM12 / 2022.

1. Ver Focus «A perceção da economia e os seus paradoxos», no IM04 / 2024.

2. Certos artigos científicos recentes sugerem também que as estimativas oficiais do crescimento do PIB nalguns países com regimes autocráticos podem estar sobreavaliadas. Ver «Shining light on lies», The Economist (1 de outubro de 2022) e Martínez, L. (2022) «How much should we trust the dictator's GDP growth estimates?», Journal of Political Economy, 130 (10), 2731-2769.

35%, muito superior à das economias avançadas ou com um nível de desenvolvimento semelhante, tendência que se tem reforçado nos últimos anos. O inquérito trimestral do Banco Popular da China aos depositantes revela, desde 2020, uma tendência ascendente na proporção de inquiridos que pretendem poupar mais no futuro e uma tendência descendente nos que pretendem investir mais. Perante o duplo choque da pandemia e da crise imobiliária, as famílias chinesas estão a tornar-se ainda mais cautelosas face à incerteza quanto ao futuro e à dificuldade em encontrar alternativas de investimento aliciantes.⁵

Confiança e consumo: causas e consequências

A crise no sector imobiliário chinês veio dar uma nova dimensão ao subconsumo crónico no país e está agora numa espécie de ciclo de retorno, sendo simultaneamente uma causa e uma consequência da falta de confiança dos consumidores.

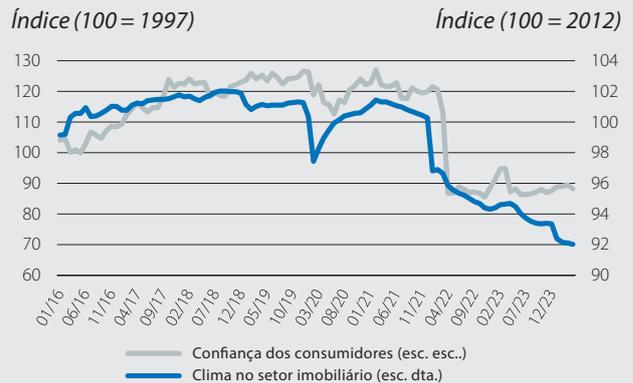
Paralelamente ao sector imobiliário, outros fatores contribuíram igualmente para a deterioração do sentimento económico, como o elevado desemprego dos jovens, a deterioração da conjuntura económica em alguns sectores (como o dos bens de consumo duradouros) ou a percepção de um aumento dos riscos externos. É pouco provável que, a curto prazo, se assista a uma recuperação sustentada da confiança sem alterações substanciais nestas variáveis.

As receitas clássicas das autoridades chinesas – mais investimento e exportações – parecem estar a esgotar-se num ambiente de elevado endividamento, rendimentos decrescentes do investimento em infraestruturas, excesso de capacidade no sector da indústria transformadora e uma quota de mercado global em máximos históricos, num contexto de crescentes tensões comerciais. Talvez a falta de confiança possa estar ligada a outro fator: as famílias duvidam que as autoridades chinesas consigam encontrar soluções eficazes para uma confluência de crises que se alimentam mutuamente.

Será particularmente interessante, a este respeito, acompanhar o Terceiro Plenário, em julho próximo, a sessão plenária em que, de cinco em cinco anos, o Partido Comunista Chinês costuma discutir e anunciar as grandes reformas e prioridades em diferentes domínios. Embora os pormenores demorem frequentemente a surgir, é provável que assinala um maior empenho nas políticas do lado da procura, com medidas de apoio direto às famílias, a expansão dos programas de despesas sociais ou um reforço das medidas de apoio ao sector imobiliário. Em contra-

5. Os principais índices de ações, como o Shanghai Composite e o Shenzhen Composite, por exemplo, têm vindo a acumular perdas desde o início da crise imobiliária no verão de 2021.

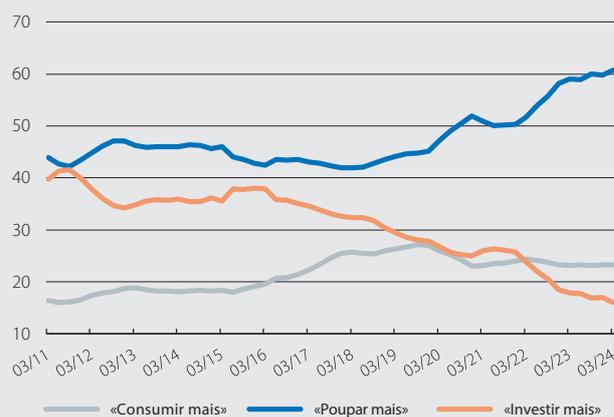
China: confiança dos consumidores e clima imobiliário



Nota: O índice de clima imobiliário é um índice composto que mede a atividade agregada do sector, utilizando indicadores de vendas e compras, investimento imobiliário e vendas de terrenos.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto Nacional de Estatística da China.

China: confiança dos consumidores – decisões futuras de consumo, poupança e investimento

Respostas afirmativas a cada pergunta (% do total)



Nota: O Inquérito aos Depositantes Urbanos é realizado trimestralmente junto de uma amostra de depositantes em 50 grandes, médias e pequenas cidades. São selecionados aleatoriamente 50 depositantes de 400 bancos, com um total de 20 000 participantes em cada trimestre. Entre outras perguntas sobre as expectativas e o sentimento em relação ao rendimento, ao emprego e aos preços, os participantes respondem também a uma pergunta sobre a sua vontade de «consumir mais», «poupar mais» ou «investir mais» nos próximos trimestres. As três opções excluem-se mutuamente.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Popular da China (PBoC).

partida, podem também ser um sinal de reforço das «reformas» dos últimos anos, com medidas para estimular a oferta e promover a «segurança económica» do país. As autoridades chinesas têm vindo a insistir na qualidade do crescimento económico. Estarão finalmente dispostos a apostar na força do consumo da segunda maior economia do mundo?

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	04/24	05/24	06/24
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	3,2	2,6	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	105,4	109,0	102,7	106,3	97,5	101,3	100,4
Produção industrial	3,4	0,2	0,0	–0,1	–0,1	–0,5	–0,8	0,1	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,7	47,6	46,9	49,1	49,2	48,7	48,5
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.455	1.380	1.481	1.407	1.352	1.277	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	308	316	321	324	327	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60,2	60,1	60,1
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	–2,9	–2,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	4,0	3,5	3,2	3,2	3,4	3,3	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	5,2	4,4	4,0	3,8	3,6	3,4	...

JAPÃO

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	04/24	05/24	06/24
Atividade									
PIB real	1,2	1,8	2,2	1,5	1,0	–0,7	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	35,7	36,2	36,5	38,9	38,3	36,2	36,4
Produção industrial	0,0	–1,4	0,9	–3,6	–0,9	–4,3	–4,2	–0,5	...
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	–3,5	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	3,4	3,1	2,9	2,5	2,5	2,9	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	4,2	4,3	3,9	3,2	2,4	2,2	...

CHINA

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	04/24	05/24	06/24
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	2,3	3,7	...
Produção industrial	3,4	4,6	4,5	4,2	6,0	5,8	6,7	5,6	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,0	49,7	49,3	49,7	50,4	49,5	49,5
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	947	901	865	842	825	840	...
Exportações	7,1	–5,1	–5,4	–10,8	–3,3	–1,7	–1,0	6,6	...
Importações	0,7	–5,5	–7,0	–8,5	0,9	1,5	8,3	1,8	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	0,1	–0,1	–0,3	0,0	0,3	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	7,3

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	04/24	05/24	06/24
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,2	-2,0	-2,2	-2,3	-0,8	-0,1	0,0	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	2,2	-2,1	-0,9	-4,7	-3,8	-4,7	-3,0	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-14,7	-14,3	-14,0
Sentimento económico	102,1	96,3	96,5	96,5	96,5	96,5	95,6	96,1	95,9
PMI indústrias	52,1	51,2	44,7	43,2	43,6	43,9	45,7	47,3	45,8
PMI serviços	52,1	52,1	54,4	49,2	48,4	48,4	53,3	53,2	52,8
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	2,3	1,4	1,5	1,4	1,2	1,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,4	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,0	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,5	7,4	7,3	7,4	...
Itália (% pop. ativa)	8,1	7,7	7,8	7,6	7,4	7,2	6,8	6,8	...
PIB real (variação homóloga)	3,5	0,6	0,6	0,2	0,2	0,4	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	1,9	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-	-	-
França (variação homóloga)	2,6	1,1	1,4	0,9	1,2	1,3	-	-	-
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	04/24	05/24	06/24
Inflação geral	8,4	5,5	6,2	5,0	2,7	2,6	2,4	2,6	2,5
Inflação núcleo	3,9	5,0	5,5	5,1	3,7	3,1	2,7	2,9	2,9

Setor 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	04/24	05/24	06/24
Balança corrente	-0,4	1,9	0,4	1,5	1,9	2,6	2,8	...	...
Alemanha	4,3	6,2	4,9	6,0	6,2	6,5	6,7	...	...
França	-2,0	-0,7	-1,8	-1,3	-0,7	-0,6	-0,9	...	...
Itália	-1,6	0,5	-1,1	0,0	0,5	1,1	1,4	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	90,9	94,7	94,6	95,9	95,1	95,2	95,1	95,3	94,9

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	04/24	05/24	06/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,7	2,7	4,0	1,1	0,1	0,3	0,2	0,3	...
Crédito às famílias ^{2,3}	4,4	1,7	2,1	1,1	0,5	0,3	0,2	0,3	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,8	4,6	4,5	5,0	5,2	5,1	5,2	5,0	...
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	-6,8	-5,6	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	22,5	23,2	21,0	18,4	15,6	14,7	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,4	22,0	20,4	19,8	20,1	22,6	17,5	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	2,5	3,0	3,3	3,2	3,1	3,1	...

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio externo. 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 variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável 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 soma e segue

Os indicadores de atividade mais recentes sugerem que o 2T pode surpreender positivamente. O indicador de clima económico manteve-se inalterado no 2T face ao 1T, mas o sentimento no setor industrial está a melhorar e as suas perspetivas de produção reforçam-se. Da mesma forma, o sentimento das famílias apresenta uma tendência positiva; e os indicadores parcelares de consumo sugerem que este se manteve dinâmico no 2T. Também os indicadores relacionados com o investimento fazem antever um comportamento positivo, com o indicador de FBCF a melhorar significativamente em abril e as importações de bens de capital a acelerarem. O setor externo também apresenta evoluções positivas, mas aqui, uma aceleração mais marcada das importações poderá limitar o crescimento do produto.

A capacidade de financiamento de Portugal ao exterior aumentou no ano terminado em março, situando-se em 8.760 milhões de euros, o equivalente a 3,2% do PIB, mais 5 décimas do que no final de 2023. Esta evolução resultou do aumento de 3,2% da poupança total da economia, do aumento de 4% do saldo das transferências recebidas do resto do mundo (nas quais se incluem os fundos europeus) e de uma quase estabilidade do investimento, que no período apenas aumentou 0,2% face ao final de 2023. Entre os vários setores, o empresarial é o que detém maior poupança e quem mais transferências de capital recebe, mas é também aquele que mais investe, o que se traduz no facto de ter necessidades de financiamento de 5.808 milhões de euros, ou seja, 2,2% do PIB. Nos restantes setores, a situação é inversa: a poupança excede o investimento realizado e as transferências de capital são menos significativas, contribuindo assim, para que a economia disponha de capacidade de financiar o resto do mundo. O setor financeiro e as famílias são os setores institucionais que mais contribuem para o excedente da economia – o primeiro com um excedente de 6.323 milhões de euros (2,3% do PIB) e as segundas com 5.862 milhões (2,2% do PIB). Entre as famílias, também importante foi o facto de a taxa de poupança ter aumentado para 8% do rendimento disponível, o nível mais elevado desde 2014, refletindo maior crescimento do rendimento (8,4%) do que do consumo (5,3%); o aumento do rendimento disponível foi particularmente impactado pelo crescimento da massa salarial (ou seja, emprego e salários): +10,6%. Por sua vez a administração pública apresentou no 1T um excedente acumulado de 2.383 milhões, equivalente a 0,9% do PIB.

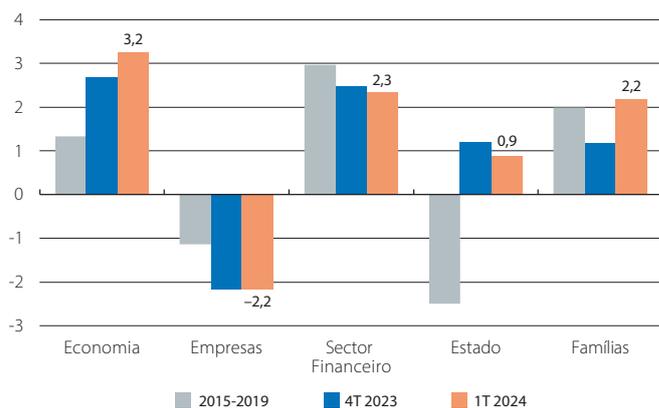
A inflação retomou a trajetória de descida em junho. Com efeito, depois do sobressalto do mês anterior (aumento da taxa homóloga em 0,9 p. p.), o IPC voltou novamente ao território abaixo dos 3%. O IPC global recuou 0,3 p. p. para 2,8% e o IPC subjacente recuou 0,4 p. p. para 2,3%. Apesar de esperarmos ainda oscilações na trajetória em 2024, antevemos um percurso mais benigno ao longo do resto do ano e não antecipamos um dado do IPC novamente acima dos 3%. A surpresa em junho veio do lado da componente energética, com este índice a aumentar 1,95% mensalmente, apesar dos preços médios dos combustíveis no retalho serem inferiores aos registados em maio de acordo com algumas fontes oficiais. Tudo pesado,

Variações homólogas, nível

		1T 2024	2T 2024	Último mês disponível
Indicadores sintéticos	Indicador de clima económico (yoy)	1,9	1,9	20-jun
	Indicador de sentimento económico (nível)	99,4	101,1	maio
	Indicador diário de atividade (yoy)	5,6	3,6	20-jun
	Indicador de confiança	-22,6	-17,5	junho
Consumo	Comércio por grosso e retalho (yoy)	1,4	3,5	maio
	Vendas a retalho excl. Combustíveis	2,0	3,5	maio
	Levantamentos e compras com cartão deflacionados (yoy)	7,5	7,0	maio
	Venda de carros (yoy)	13,7	4,0	maio
Investimento	Indicador de FBCF	0,9	3,0	abril
	Importações de bens de capital (acum. ano)	-1,3	14,0	abril
Oferta	Vendas de cimento (yoy)	4,1	8,5	maio
	Produção industrial (yoy)	1,4	5,2	abril
Procura	Consumo eletricidade corrigido temperatura&dias úteis (yoy)	3,1	2,1	maio
	Nº Turistas não residentes (yoy)	9,9	15,2	abril
	Nº de voos (yoy)	2,2	2,6	maio
Comércio externo	Exportações de b&s (acumul. ano, yoy)	2,7	3,8	abril
	Importações de b&s (acumul. ano, yoy)	-1,7	0,5	abril
Mercado de trabalho	Varição no desemprego registado (mil pessoas)	15,6	22,9	abril
	Variação no emprego (mil pessoas)	104,1	73,6	abril

Capacidade/necessidade de financiamento da economia

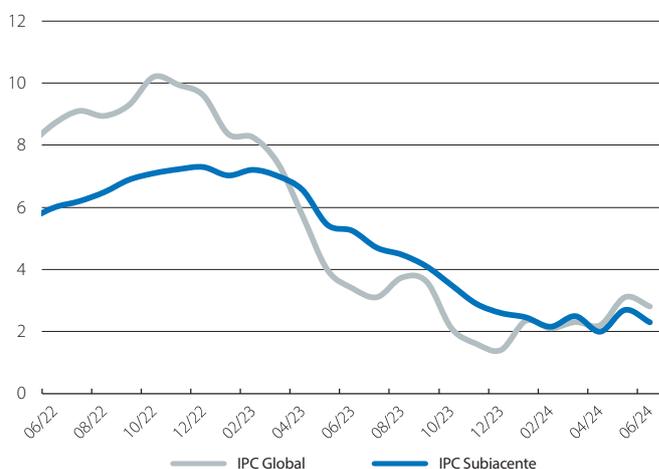
(% do PIB)



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

IPC

Variação homóloga (%)



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

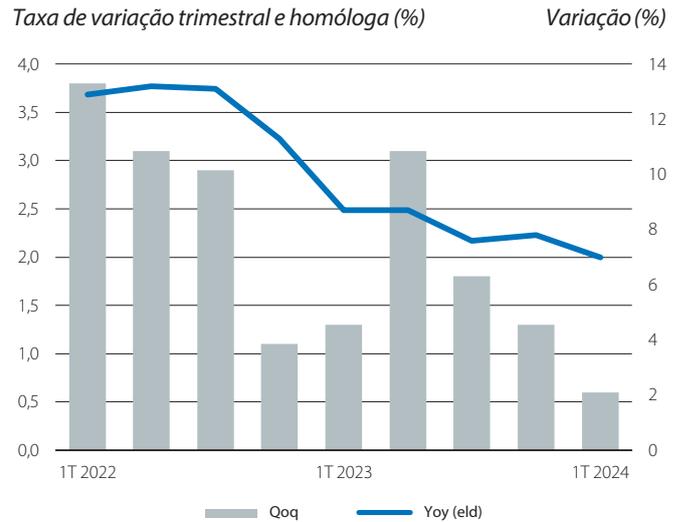
podemos afirmar que o dado não surpreendeu e o caminho da desinflação parece mais consolidado.

Casas seguem a valorizar em 2024. O 1T 2024 foi o terceiro consecutivo em que a valorização trimestral do Índice de Preços da Habitação abrandou (0,6% face a 1,3% no 4T 2023), mas os preços das casas continuam 7% acima do que se verificava há um ano. O número de casas transacionadas também recuou relativamente ao último trimestre de 2023 (-3,1%) e ao homólogo (-4,1%), ainda que a tendência aponte para uma estabilização em torno dos 30 mil imóveis/trimestre (acima da média pré-pandemia de 25,3 mil/trimestre). Assim, o dado deste 1T não põe em causa a nossa visão global para 2024: a de desaceleração do mercado com apreciação no valor das casas mais em linha com o histórico da série. Entretanto, dados já referentes a maio da avaliação bancária em processos de crédito habitação, reportam incremento no valor mediano de 14 eur face a abril e de 6,6% face ao homólogo.

O saldo orçamental foi negativo no 1T, mas não preocupa. O saldo orçamental ficou em -0,2% do PIB no 1T do ano (em contabilidade nacional), e compara com o excedente de 1,1% registado no 1T 2023. Em causa para este comportamento esteve o aumento da despesa (11% homólogo) superior ao da receita (7,3%), perante o aumento das despesas com pessoal, prestações sociais e subsídios (explicam mais de 80% do aumento homólogo da despesa). Destaca-se, para cada uma destas rubricas e por esta ordem, o impacto da atualização dos salários dos funcionários públicos, o aumento das pensões em linha com a fórmula de atualização (que tem em conta o aumento da inflação em 2023) e ainda a injeção de verbas no Sistema Elétrico Nacional. Do lado da receita, o crescimento homólogo é explicado, largamente, pela receita fiscal e contributiva, destacando-se também o aumento superior a 30% da receita de capital, principalmente por via dos fundos do PRR. A reentrada das contas públicas em (ligeiro) terreno negativo no 1T não implica, por si só, que o saldo orçamental retorne a um défice em 2024 (por exemplo, no 1T 2019 também foi negativo e o saldo no conjunto do ano ficou em +0,1%), pelo que continuamos a considerar plausível a nossa previsão de +0,3% do PIB.

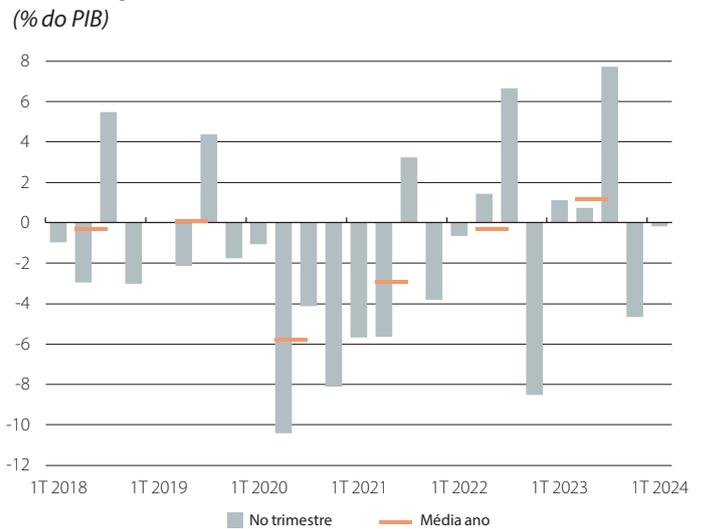
Os níveis de incumprimento no sistema bancário continuam bastante contidos. De facto, o rácio de NPLs permaneceu inalterado em 2,7% no 1T, ainda que com dinâmicas distintas entre os vários segmentos. Assim, no caso da habitação, o rácio aumentou ligeiramente, pelo segundo trimestre consecutivo, para 1,4%, o mais elevado desde o 2T 2022, mas, ainda assim, bastante inferior ao máximo, observado no 1T 2016 (de 7,4%). Trajetória semelhante ocorreu no rácio de NPLs do consumo & outros fins, com um aumento de 0,1 p. p., para 6,3%, também significativamente inferior ao máximo de 20% registado no início de 2016. Por sua vez, no caso das sociedades não financeiras, o rácio manteve-se inalterado nos 5,0%, depois de 30 trimestres consecutivos de quedas. Entretanto, a carteira de crédito ao sector privado não financeiro continua a cair de forma menos acentuada do que nos meses anteriores: em maio, caiu 0,3% homólogo (face a -0,6% em abril), com quedas menos expressivas na carteira de crédito à habitação (-0,2%, face a -0,6% no mês anterior) e SNF (-1,4%, face a -1,7% em abril), enquanto o crédito ao consumo voltou a crescer 4,4%.

Índice de preços da habitação



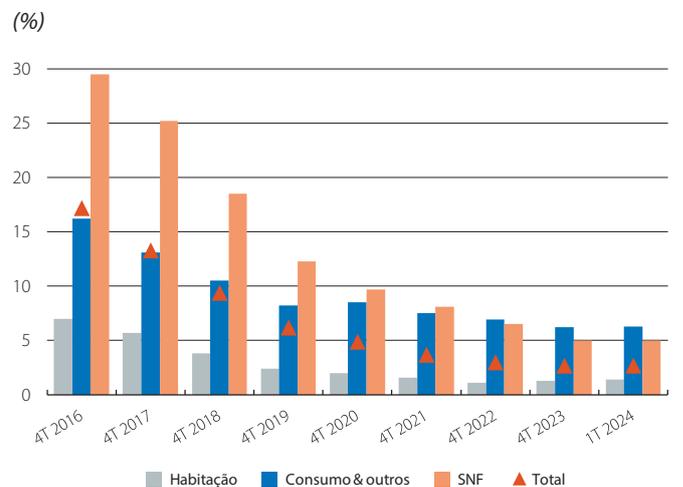
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Saldo orçamental (contabilidade nacional)



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

Rácio de NPLs



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

Empresas Portuguesas: as evidências da desalavancagem

Os temas do endividamento das sociedades não financeiras (SNF) têm sido por nós abordados amiúde nos últimos meses.¹ Em concreto, explicitámos aspetos como a redução do peso da dívida das SNF relativamente ao PIB e a sua convergência com o nível da zona euro; demos conta de um menor peso do endividamento feito junto das instituições de crédito nacionais e detalhámos a tipologia da dívida contraída. Neste artigo o caminho é distinto. Em concreto, pretendemos atestar como se refletem nas demonstrações económico-financeiras das SNF estas pistas que sugerem um menor endividamento e reforço da saúde financeira das empresas portuguesas, aportando em simultâneo algum detalhe setorial.

Em primeiro lugar olharemos para os Financiamentos Obtidos em percentagem do Ativo. Este rácio indica a proporção dos ativos financiada por endividamento remunerado. Assim, o rácio é tanto melhor quanto menor for: exprime que os Bens, direitos e *cash* que uma empresa possui são alicerçados por uma menor parcela de dívida. Isto tipicamente traduzir-se-á em maior solvabilidade. Como podemos observar no primeiro gráfico, no horizonte temporal analisado, o máximo deste rácio foi atingido em 2013 nas Grandes Empresas (GE) e 2012 nas PME, 39,2% e 42,3%, respetivamente; encetando a partir daí uma tendência de desagravamento que culmina num rácio de 27,3% para o total das SNF no final de 2023.

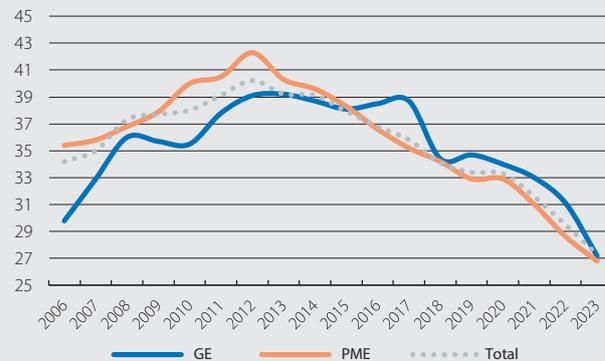
Quando olhamos para saúde financeira de uma empresa outro rácio que sobressai e que costuma ser amplamente escrutinado é a Autonomia Financeira. Esta métrica relativa à estrutura de financiamento, expressa o peso do capital próprio no total do ativo. O rácio é tanto melhor quanto mais elevado for na medida em que traduz maior robustez, ou seja, que uma menor fatia do Ativo é financiada por capitais alheios. Aqui, no geral, a tendência também é de melhoria deste rácio que para o total das empresas em média em 2006 era de 34,6% tendo descido até 2012 e depois encetado trajetória contínua de crescimento até aos 44,3% de 2023, quase mais 10 p. p. Para as PME esta evolução foi similar. Para as Grandes Empresas, apesar de terem fechado 2023 com uma Autonomia Financeira de 40%, a tendência é mais oscilante. Uma das razões para esta volatilidade nas GE poderá estar relacionada com uma maior capacidade de otimizar a sua estrutura financeira em função do ciclo económico e monetário. Por exemplo, em alturas de taxas de juro mais baixas poderá fazer sentido um maior recurso a capitais alheios do que a capitais próprios, na medida em que os acionistas exigem uma remuneração do seu capital superior aquela à qual a empresa se consegue financiar com dívida.

Em termos de rentabilidade, a evolução das métricas não é tão evidente nem tão favorável. Isto está patente no terceiro gráfico que nos mostra Rendibilidade do Ativo, ou seja, a rentabilidade bruta obtida a partir dos recursos aplicados (Ativo). As empresas como um todo têm vindo a melhorar

1. Ver artigo «O bilhete de identidade das empresas portuguesas: da natalidade ao investimento» na *Informação Mensal* de Março 2024 e o artigo «Dívida das empresas portuguesas: abertura ao «Resto do Mundo»» na *Informação Mensal* de Maio de 2024.

Financiamentos obtidos

(Em % do ativo)



Notas: Os dados anuais são apurados com base na IES. Para 2023 é usado dado do 4T 2023 apurado com base no inquérito trimestral às SNF (excluem agricultura e pescas).
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Autonomia financeira

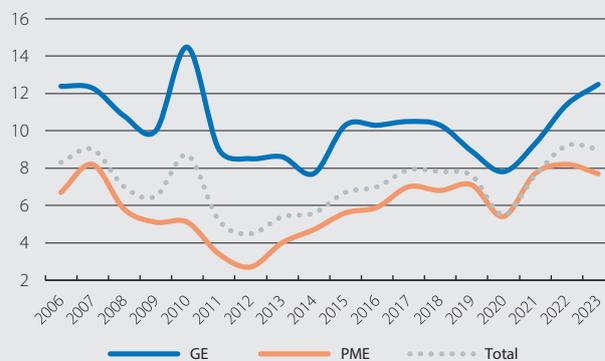
(%)



Notas: Os dados anuais são apurados com base na IES. Para 2023 é usado dado do 4T 2023 apurado com base no inquérito trimestral às SNF (excluem agricultura e pescas).
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Rendibilidade do ativo

(%)



Notas: Os dados anuais são apurados com base na IES. Para 2023 é usado dado do 4T 2023 apurado com base no inquérito trimestral às SNF (excluem agricultura e pescas).
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

este capítulo a partir de 2012 (terceiro gráfico), embora com uma quebra no ano em que estalou a pandemia da Covid 19. A rentabilidade do Ativo é também significativamente superior nas Grandes Empresas, o que de certa forma seria de esperar, na medida em que transacionam produtos e serviços de maior valor acrescentado e também têm posições de maior dominância e poder negocial no mercado.

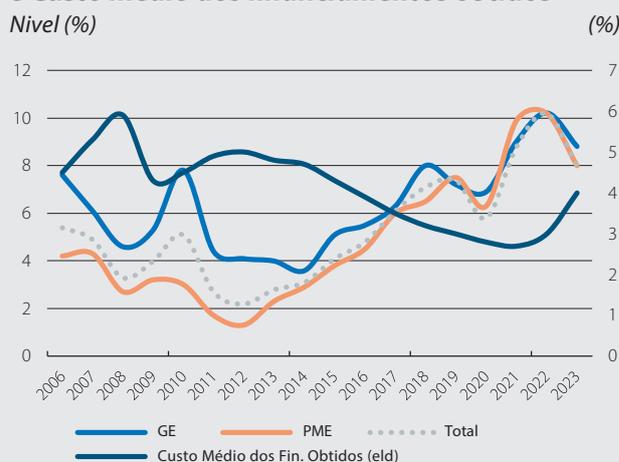
Outro aspeto crítico quando são analisados risco de crédito e saúde financeira de uma SNF está relacionado com a capacidade de solver os compromissos que emergem dos financiamentos. No quarto gráfico apresentamos a Cobertura dos gastos de financiamento que identifica o número de vezes em que o EBITDA gerado pelas empresas é superior aos gastos de financiamento. Ou seja, um rácio maior significa que os meios operacionais que a empresa gera liquidam com maior conforto os encargos financeiros, traduzindo uma menor pressão financeira. Tipicamente, um rácio inferior a «1» significa que o que a operação gera não é suficiente sequer para responder às suas responsabilidades com juros e outros encargos financeiros e, por conseguinte, concorre para um risco de *default* elevado. Não é felizmente o caso das SNF nacionais, onde o total das empresas cobre em oito vezes os encargos financeiros com o EBITDA que gera; um padrão muito satisfatório. Com efeito, este rácio de cobertura registou uma evolução extraordinária desde 2012 onde registava um valor muito pobre para o total das SNF (2,2). Apesar disso em 2023 este rácio piorou o que foi explicado sobretudo pelo aumento do custo dos financiamentos obtidos (curva também presente no gráfico) associado ao aumento das taxas de referência, dos indexantes e da exposição das SNF a financiamentos com taxas variáveis.

Coligimos no último quadro os rácios que apresentámos anteriormente para os grandes grupos setoriais e para todas as classes de dimensão das SNF.

No que concerne à Autonomia Financeira a Indústria é a que apresenta o valor de rácio mais favorável (48,3%), mas é de assinalar que quer o setor da Eletricidade, gás e água, quer os Serviços e também o Comércio; têm rácios acima de 40%. Neste parâmetro o setor dos Transportes e armazenagem tem o dado mais fraco, embora seja de sublinhar a recuperação de 12,8 pontos percentuais desde o mínimo registado no final de 2012: uns frágeis 17,6%. Em consonância com isto é também o setor dos Transportes aquele em que o endividamento remunerado financia uma maior proporção do ativo.

Por outro lado, podemos também afirmar que o setor da Construção é o que apresenta uma maior pressão financeira pelo facto de apresentar o rácio mais fraco de cobertura dos gastos de financiamento pelo EBITDA (5,3x). Apesar disto, é assinalável a evolução positiva do setor nesta matéria. Nos anos de 2011 e 2012 o EBITDA das empresas do setor não foi suficiente sequer para cobrir os gastos de financiamento (0,6x e 0,7x, respetivamente), uma massiva *red flag*. A crise do setor foi tão significativa que a criação líquida de empresas no setor da Construção entre 2011 e 2014 ascendeu a perto de - 6 mil. Foram anos do período de assistência financeira ao país, onde a quebra anual de transações no imobiliário residencial chegou a tocar perto dos -30% e os preços das casas sofreram ajustamento em baixa (-4,9% em 2011 e -7,1% em 2012). Por contraponto, nos últimos anos o setor

Cobertura dos encargos financeiros e Custo médio dos financiamentos obtidos



Notas: Os dados anuais são apurados com base na IES. Para 2023 é usado dado do 4T 2023 apurado com base no inquérito trimestral às SNF (excluem agricultura e pescas).
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Rácios por grupo setorial (2023)

	Construção	Comércio	Serviços	Indústrias	Eletricidade, gás e água	Transportes e armazenagem
Autonomia Financeira (%)	35	40,8	44,2	48,3	44,9	30,4
Cobertura dos gastos de financiamento (nº)	5,3	10,4	7,8	9,9	8,9	6,4
Financiamentos obtidos (% ativo)	27,5	17,6	29,8	21,3	35,2	37,9
Rendibilidade do ativo (%)	6,9	8,1	8,4	10,9	12,5	12,3
Custo médio dos financiamentos obtidos (%)	4,6	4,2	3,5	4,8	3,9	5

Nota: Dado apurado com base no inquérito trimestral às SNF do 4T 2023 (exclui agricultura e pescas).
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

tem ganho novo dinamismo e a criação líquida de empresas tem sido amplamente positiva. Por exemplo, em 2022 (último dado disponível) foram criadas mais de 4,2 mil empresas de construção e a diferença entre empresas criadas e extintas foi bastante positiva (+1,1 mil). O ciclo de valorização ininterrupta dos imóveis residenciais desde 2014 e algumas grandes obras públicas no horizonte explicam a trajetória de melhoria dos rácios e fazem antever anos positivos e de recuperação económico-financeira nas empresas do setor.

Por fim, o custo médio dos financiamentos obtidos, que é o parâmetro em que é menor a amplitude entre o dado do setor com pior e melhor performance (Transportes & armazenagem e Serviços, respetivamente com 5% e 3,5%). Isto dever-se-á ao facto de em todos os setores predominar o financiamento a taxa variável, indexada à Euribor. Em cima disto o prémio de risco mais elevado pago pelos Transportes e armazenagem, derivado do que já explanámos nos parágrafos anteriores – é o setor mais alavancado em crédito.

Tiago Belejo Correia

Afinal, quanto cresce o crédito à habitação?

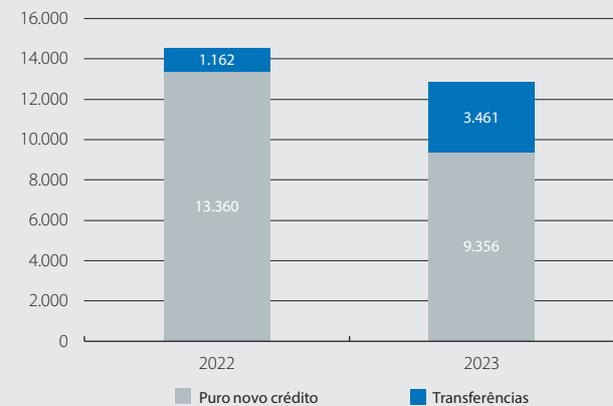
No âmbito das medidas adotadas para mitigar o impacto do aumento das taxas de juro nas prestações do crédito à habitação, desde 26 de novembro de 2022, os bancos deixaram de poder cobrar comissões pelas transferências de crédito à habitação a taxa variável. Esta medida, traduziu-se no incremento das operações de transferência deste tipo de crédito entre bancos, com os clientes a procurarem condições de financiamento mais favoráveis e os bancos a aumentarem a concorrência entre si, oferecendo melhores condições para captarem novos clientes. Se para as famílias esta medida trouxe alívio, para quem analisa o mercado de crédito, particularmente a criação de novo crédito, trouxe mais dores de cabeça, pois as transferências de crédito realizadas traduzem-se na amortização do crédito no banco de origem e numa nova operação de crédito no banco destino, sem que na realidade haja criação de novo crédito. A análise isolada do novo financiamento gera, deste modo, uma ideia errada de dinamismo no mercado de crédito à habitação e de aparente galopar do endividamento das famílias, que não está a acontecer.

Algumas das questões que desta situação surgiam eram: qual o real montante do novo «puro» crédito contratado? Qual o impacto no peso das transações no mercado residencial financiadas por crédito? Qual é o real valor das amortizações ocorridas no passado recente? No Relatório de Estabilidade Financeira de maio, o Banco de Portugal disponibilizou informação que responde de forma satisfatória a estas questões.

Começando pela primeira pergunta – qual o montante do novíssimo crédito à habitação contratado, principalmente em 2023, primeiro ano completo em que a medida esteve ativa – o documento refere que em 2022 e em 2023, 8% e 27%, respetivamente, do montante das novas operações de crédito à habitação diziam respeito a transferências de créditos já existentes para outro banco, concluindo que retirando os empréstimos transferidos do montante das novas operações, o que realmente aconteceu em 2023, foi uma queda de aproximadamente 30% na contratação de novo crédito à habitação puro, muito superior àquela que as estatísticas das novas operações indicam: –11,8%. No mesmo período os montantes transferidos de um banco para outro praticamente triplicaram. Ou seja, dos 12,817 milhões registados como novas operações de crédito à habitação em 2023, 9,356 milhões representa criação de novo crédito e cerca de 3.500 milhões são transferências de créditos já contratados anteriormente.

À segunda questão – qual a percentagem de transações no mercado imobiliário financiadas por crédito bancário – o Banco de Portugal responde de forma clara: retirando as transferências do computo das transações financiadas por

Decomposição do novo crédito à habitação (Milhões de euros)



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

Transações de residência financiadas por crédito



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

crédito, em 2023, as novas transações financiadas por crédito representam cerca de 33% do total das transações, menos 13 pontos percentuais do que o rácio obtido tendo em conta o total das novas operações reportadas pelos bancos ao banco central. Se o rácio global já indicava um reduzido grau de alavancagem no mercado de crédito, o rácio corrigido mostra que a alavancagem é ainda muito menor.

Finalmente, a transferência de créditos à habitação exacerbou o montante das amortizações antecipadas de crédito à habitação. Desde dezembro de 2021, o Banco de Portugal publica estatísticas que permitem concluir um incremento significativo das amortizações. De facto, enquanto que em 2022 foram amortizados (antecipadamente) cerca de 6.500 milhões de euros de crédito à habitação, em 2023, este montante ascendeu a 11.739 milhões de euros. Mas se excluirmos das amortizações totais e par-

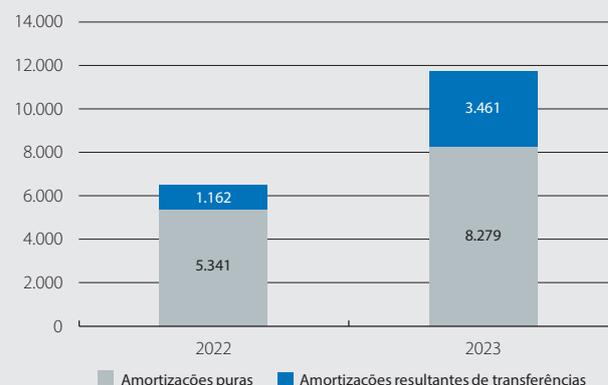
ciais o valor das transferências, o valor realmente amortizado terá rondado os 8.300 milhões de euros, ou seja, um valor ainda significativo, continuando a sugerir que as famílias beneficiarão de algum alívio nos encargos com financiamento, com um impacto potencialmente positivo no consumo e/ou na poupança.

Em suma, a informação agora publicada permite uma melhor leitura do que está a acontecer no mercado de crédito e nas tendências de recomposição dos patrimónios das famílias, ainda que relativamente a 2024 a situação permaneça nebulosa. Certo é que nos últimos meses o dinamismo do mercado parece ter regressado, com o novo financiamento a crescer acima dos dois dígitos (mesmo admitindo que a percentagem de transferências permanece elevada) e o saldo vivo de crédito à habitação a encetar uma aparente tendência de estabilização (em abril recuou 0,5% face ao período homólogo, mas cresce 0,3% desde final de 2023).

Teresa Gil Pinheiro

Crédito à habitação: amortizações puras e transferências

(Milhões de euros)



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

Inovação, como Portugal se classifica?

Segundo o índice de inovação¹ construído pela Comissão Europeia, Portugal mantém-se no grupo dos países classificados como inovadores moderados. Em 2023, registou um desempenho equivalente a 85,6% da média da União Europeia, situando-se na 22ª posição, num conjunto de 38 países, onde o primeiro lugar é ocupado pela Suíça e o último pela Ucrânia.

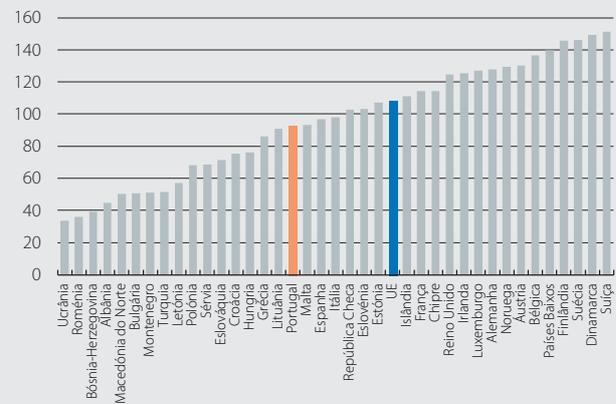
O acompanhamento da componente inovação é importante na medida em que sem inovação dificilmente há reforço de produtividade e melhoria dos níveis de vida da população, sendo uma componente chave para o incremento do crescimento potencial. Assim, neste artigo, iremos ver como se posiciona Portugal e que evolução teve desde que a Comissão Europeia iniciou a publicação deste índice em 2016. Os pilares em que se destaca e aqueles em que a evolução tem sido desfavorável.

Em 2023, o índice de inovação situava Portugal nos 93 pontos, 14% abaixo da média da UE, revelando um fraco movimento de convergência, já que em 2016 o distanciamento se situava em 15%. A comparação com os países pertencentes ao mesmo grupo, ie os inovadores moderados, também não é famosa, já que à exceção da Eslovénia, que em 2016 estava em linha com a média europeia e que em 2023 se situa 5% abaixo, todos os restantes países registaram movimentos mais acentuados de convergência do que Portugal. Por exemplo, a Grécia recuperou 16 pontos percentuais, mantendo-se, no entanto, pior posicionado do que Portugal, com 86 pontos e 21% abaixo da média europeia, Itália 8 p. p, com 98 pontos (10% abaixo da EU), e Espanha recuperou 2 p. p., obtendo 97 pontos, (11% abaixo da média da EU).

Embora Portugal não tenha convergido com a Europa no que respeita à inovação, há alguns aspetos em que o país está claramente acima da média Europeia, como é o caso da população com ensino superior concluído e quantidade de pessoas envolvidas em formação ao longo da sua vida profissional.² Estes são aspetos prometedores e que sugerem a possibilidade de que nos próximos anos assis-

Índice de inovação 2023

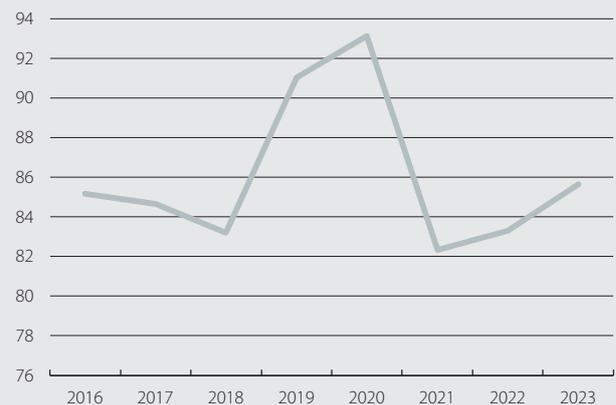
(Índice)



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

Evolução do índice em Portugal face à UE

(Rácio entre Portugal e UE, %)



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

tamos à aceleração da convergência de Portugal com a média Europeia, com benefícios ao nível da produtividade. E neste campo o país tem vindo a registar melhorias, nomeadamente ao nível da empregabilidade dos diplomados, já que em 2023, cerca de 87% dos diplomados com idades compreendidas entre os 20 e os 34 anos estavam empregados (88% na EU), quando em 2016, estes valores eram de 78% e 82%, respetivamente. No mesmo sentido aponta o indicador que avalia a percentagem da faturação das empresas com vendas de novos produtos desenvolvidos pela empresa ou de novos produtos para o mercado, sugerindo um ganho de quota destas vendas face ao volume de negócios total, o que certamente representará incrementos no valor acrescentado do setor produtivo nacional. No entanto, estes sinais promissores precisarão de ser alimentados e para tal será importante o reforço no investimento em investigação e desenvolvimento e no incremento da formação dos trabalhadores

1. O indicador de inovação da Comissão Europeia é um painel que produz anualmente uma avaliação comparativa do desempenho dos países da UE27 nas áreas da investigação e da inovação, classificando-os em Inovadores Líder, Forte, Moderado, ou Modesto. Os 27 Estados-Membros da UE são classificados e reunidos em quatro diferentes grupos de acordo com a sua performance. Esta classificação depende do cálculo realizado com base em quatro tipos principais de indicadores – Condições de enquadramento, Investimentos, Atividades de inovação e Impactos – e 12 dimensões de inovação, considerando no total 32 indicadores, dando origem a um indicador composto que mede a performance média de cada país (GEE: European Innovation Scoreboard – Comissão Europeia).

2. Dados disponíveis no Eurostat para 2021, indicam que a população entre os 20 e os 29 anos de idade com formação superior em ciências, tecnologia, engenharia e matemática (acrónimo inglês STEM) em Portugal era de 22,7 licenciados por cada 1000 habitantes, acima da média da União Europeia (21,9).

em áreas relacionadas com inovação, dois pilares em que, tal como se pode ver na terceira figura, Portugal se encontra mal classificado. Estes dois fatores poderão ser explicativos da lenta recuperação do posicionamento de Portugal no índice global de inovação, explicando também o alargamento da diferença do PIB per capita português face à média europeia (ver quarta figura). Outra área onde Portugal tem evoluído menos positivamente é na da sustentabilidade ambiental, componente que no índice de inovação em 2023 registava 29 pontos, representando um desempenho de apenas 28% face à União Europeia, apresentando, inclusivamente uma evolução negativa desde 2016, quando o indicador se situava em 45 pontos, que correspondia a um desempenho de 45% face à EU, quase o dobro do que é atualmente. Para este comportamento, contribuiu principalmente a queda observada no uso de tecnologias relacionadas com o ambiente³ que passou de um desempenho equivalente a 91% do observado na EU em 2016 para apenas 47% em 2023.

Em resumo, a classificação global da economia portuguesa na vertente de inovação, em particular o seu desempenho ao longo da última década avaliada de acordo com a ótica acima descrita, justifica alguma apreensão no que respeita à capacidade do país convergir rapidamente para níveis de riqueza e de qualidade de vida mais elevados, que poderá ser colmatada com incremento de investimento público e privado.

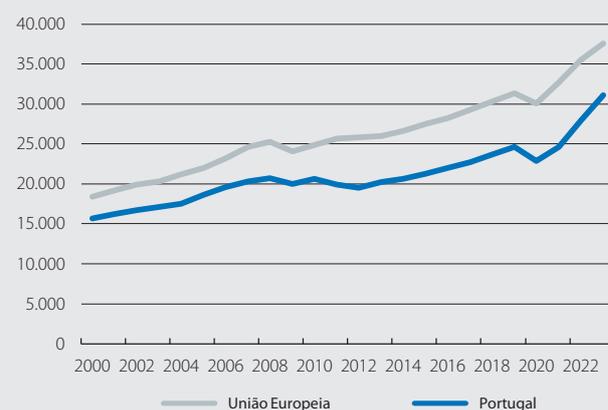
Teresa Gil Pinheiro

Pilares em que Portugal compara melhor e pior com a EU em 2023

	Portugal	EU
População com ensino superior	118,0	103,6
População envolvida em aprendizagem ao longo da vida	133,0	112,1
Co-publicações público-privadas	192,2	129,6
Mobilidade profissional de recursos humanos nas áreas da ciência e tecnologia	147,1	141,2
Venda de novos produtos desenvolvidos pela empresa e de novos produtos para o mercado	120,9	108,9
Investimento empresarial em R&D	71,5	110,8
Despesa em inovação por nº de pessoas empregadas	36,1	113,3
Colaboração entre empresas inovadoras	63,8	126,8
Desenvolvimento de tecnologias direcionadas para a sustentabilidade ambiental	28,6	102,7

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

PIB per capita ajustado pelo poder de compra (Euros)



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

3. Nestas incluem-se, por exemplo, o desenvolvimento de tecnologias relacionadas com o controle de poluição do ar, água, energias renováveis, mitigação do impacto das alterações climáticas.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	04/24	05/24	06/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	3,3	2,6	2,1	...	1,8	1,6	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-4,5	-3,5	1,4	...	5,6	0,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,0	-9,3	-7,9	-6,7	-6,8	-6,8	-6,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	6,5	10,0	2,7	-20,3	...	3,5	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-18,9	-11,4	-4,1	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	13,8	9,1	8,1	6,4	5,5	...	7,0	6,6	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	24,9	19,1	13,1	...	11,0	10,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	5,8	1,7	6,3	4,3	6,4	5,0	1,4
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	0,6	0,6	1,8	...	0,6	2,5	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,4	2,7	2,1	2,1	...	2,4	2,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-22,8	-27,2	-24,6	-18,7	-20,4	-18,5	-17,2
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	2,0	2,2	1,6	1,8	...	1,8	1,3	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,2	6,5	6,1	6,6	6,8	...	6,4	6,5	...
PIB	6,8	2,3	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	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	04/24	05/24	06/24
Inflação global	7,8	4,4	3,5	1,7	2,2	2,7	2,2	3,1	2,8
Inflação subjacente	5,6	5,1	4,4	3,0	2,3	2,3	2,0	2,7	2,3

Setor externo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	04/24	05/24	06/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,1	3,0	-1,1	-5,1	...	-3,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,2	1,1	-4,2	-7,6	...	-6,1	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	4,1	3,6	5,1	...	6,3	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	2,1	3,3	4,6	...	4,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	2,0	0,4	0,5	...	1,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	7,3	7,2	8,8	...	10,0	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	04/24	05/24	06/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,6	-2,3	2,7	...	3,5	5,1	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-9,4	-14,8	-11,2	...	-10,3	-7,4	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	6,9	14,8	20,2	...	20,9	20,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	5,5	-12,4	9,1	...	3,6	-0,2	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,4	-2,6	2,9	...	3,5	4,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,8	-1,5	-0,8	...	-0,6	-0,3	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-3,5	-2,1	-1,7	...	-1,7	-1,4	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	-0,9	-1,5	-0,9	...	-0,6	-0,2	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	-0,8	0,2	2,0	...	2,5	2,6	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-1,4	-5,5	5,9	...	-1,4	-4,6	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,8	-1,7	-0,5	...	-0,6	-0,4	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

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

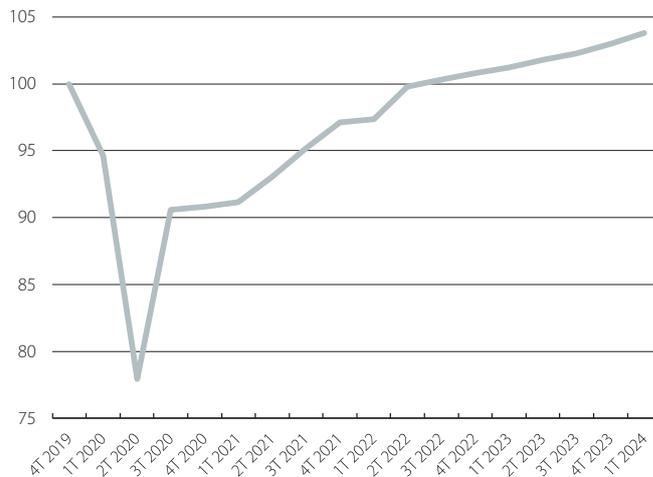
A economia espanhola está a atravessar um período de bonança

Dados do PIB muito dinâmicos no primeiro trimestre e revis-tos em alta. Conforme a nova estimativa do INE, o PIB cresceu 0,8% em termos trimestrais no 1T 2024, mais 0,1 p.p. do que o inicialmente estimado. Há vários elementos-chave por detrás deste bom comportamento: o forte desempenho do mercado de trabalho, o dinamismo dos fluxos de imigração e os bons dados do turismo internacional, que mais uma vez excederam as expectativas. Relativamente à procura interna, o crescimento em termos trimestrais do consumo privado foi moderado (0,4%), o consumo público caiu 0,6% em cadeia e o investimento registou um forte aumento de 2,6% em termos trimestrais. O contributo da procura interna para o crescimento em cadeia do PIB foi, assim, de 0,3 p.p. (0,2 p.p. na primeira estimativa). A procura externa continuou a ser o principal motor do crescimento, contribuindo com 0,5 p.p. para o crescimento do PIB em termos trimestrais, graças a um aumento de 3,3% das exportações, superior ao aumento de 2,2% das importações. O crescimento das exportações foi impulsionado pelo excelente impulso do turismo este ano: os serviços de turismo cresceram uns impressionantes 17,4% em relação ao trimestre anterior.

Em relação aos próximos trimestres, esperamos um peso mais preponderante da procura interna, impulsionado pela trajetória descendente das taxas de juro, pela tração dos fundos europeus Next Generation e pela força do mercado de trabalho; não surpreende que o investimento, apesar de ter recuperado notavelmente no 1T 2024, esteja ainda 2,2% abaixo dos níveis do 4T 2019, e que o consumo privado esteja apenas 0,5% acima, apesar de a população ter aumentado 3% desde 2019. Dada a revisão em alta do crescimento do PIB no 1T 2024, a nossa previsão para o conjunto do ano de 2024, atualmente de 2,4%, está ligeiramente enviesada em alta.

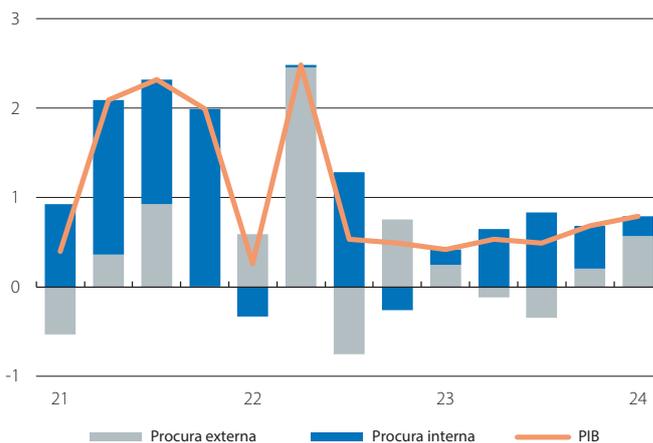
Os resultados positivos da atividade no segundo trimestre e o dinamismo do mercado de trabalho apontam para mais um trimestre muito dinâmico. Cabe destacar especialmente a aceleração da criação de emprego no trimestre: no conjunto do 2T, o número de novos recrutamentos, corrigido de sazonalidade, cresceu 0,8% em relação ao trimestre anterior, contra 0,7% no 1T. O valor sugere que os dados do PIB do 2T, a divulgar no final de julho, também serão dinâmicos. Não obstante, a criação de emprego foi um pouco mais fraca em junho do que nos meses anteriores: em termos corrigidos de sazonalidade, as inscrições aumentaram 31.300, contra mais de 60.000 em maio. Relativamente aos índices de sentimento empresarial, o PMI da indústria transformadora voltou a situar-se na zona de expansão (acima dos 50 pontos) pelo quinto mês consecutivo em junho, com 52,6 pontos, contrastando com a contração a nível europeu (45,8 pontos em junho). No entanto, o ritmo de expansão foi mais lento e mais modesto do que em maio (54,0 pontos). O

Espanha: PIB Índice (100 = 4T 2019)



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

Espanha: contribuição para o crescimento trimestral do PIB (p.p.)



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.

PMI dos serviços mantém-se claramente na zona de expansão: em junho situou-se em 56,8 pontos, praticamente o mesmo que em maio (56,9), que tinha marcado o nível mais elevado deste índice em 13 meses.

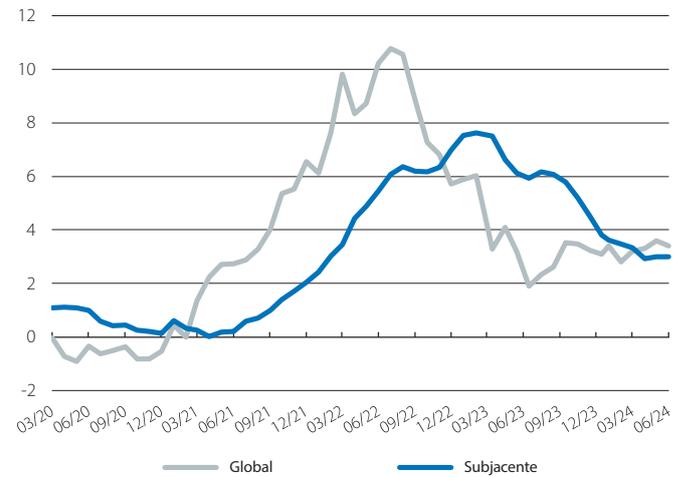
A inflação global registou uma ligeira moderação em junho graças aos combustíveis. Segundo o indicador do IPC publicado pelo INE, a inflação global caiu 2 décimas em junho para 3,4%, um valor abaixo do esperado, retomando assim a trajetória de correção que tinha sido truncada desde março. O abrandamento da inflação global deveu-se principalmente à descida dos preços dos combustíveis, em comparação com um aumento em junho de 2023. Já a inflação subjacente, que exclui a energia e os produtos alimentares não processados, estabilizou em 3%, em conformidade com as expectativas, num contexto que deverá diminuir, mas de forma muito gradual, devido à persistência da inflação dos serviços. Note-se que as componentes não subjacentes continuarão a ser afetadas pela eliminação progressiva das reduções fiscais: o governo anunciou que o IVA sobre os produtos alimentares básicos permanecerá em 0% até setembro e aumentará para 2% entre outubro e dezembro (normalmente 4%), enquanto o IVA sobre as massas alimentícias e os óleos de sementes permanecerá em 5% entre julho e setembro e aumentará para 7,5% entre outubro e dezembro (normalmente 10%).

A dinâmica do rendimento disponível bruto das famílias mantém-se até à primeira fração de 2024 e aumenta a taxa de poupança. O rendimento disponível bruto nominal das famílias, não corrigido de sazonalidade, registou um notável crescimento de 8,0% em termos homólogos no primeiro trimestre, graças, em grande medida, à força do mercado de trabalho. Trata-se de um aumento superior ao da despesa de consumo final das famílias (5,3% homólogo), o que levou a um novo aumento da taxa de poupança, que se situou em 14,2% do rendimento disponível bruto (corrigido de sazonalidade). Este valor é superior ao do trimestre anterior (13,0%). No conjunto dos últimos quatro trimestres, a taxa de poupança aumentou para 12,2%, face a 11,7% no 4T 2023.

A Espanha evita o procedimento por défice excessivo devido a melhores perspetivas em 2024. Embora o défice público em 2023 tenha sido de 3,6% do PIB, o facto de se prever que o défice seja de 3% em 2024 e inferior a esse limiar em 2025 levou a Comissão Europeia a não abrir o processo de sanção contra a Espanha. Os dados mais recentes sobre a execução orçamental confirmam a redução do défice este ano: até abril, o défice consolidado das administrações públicas, excluindo a administração local, foi de 0,39% do PIB, ligeiramente inferior aos 0,42% registados em abril de 2023. No acumulado do ano até abril, as receitas fiscais cresceram uns notáveis 6,5% homólogo e as contribuições para a segurança social 7,1%, enquanto as despesas públicas aumentaram 4,9% em termos homólogos.

Espanha: IPC

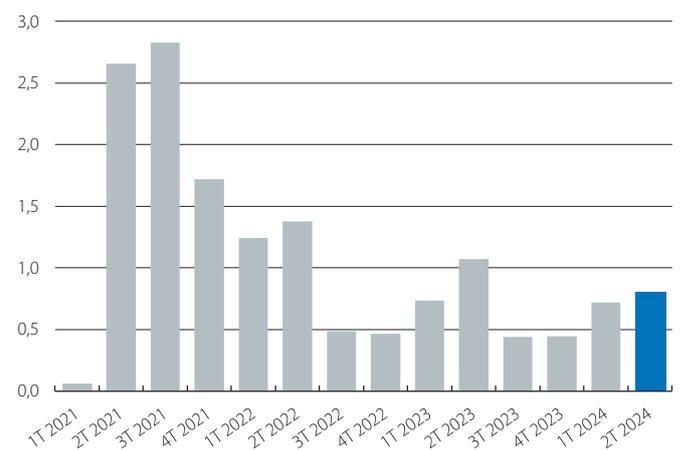
Varição homóloga (%)



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Varição em cadeia (%)

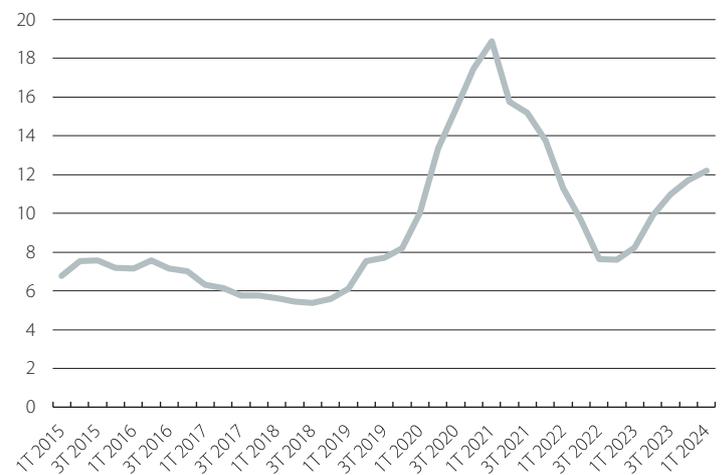


Nota: Série de inscritos ajustados de sazonalidade que não estão em ERTE.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério espanhol do Trabalho, Migrações e da Segurança Social.

Espanha: taxa de poupança das famílias

(em % do rendimento disponível bruto)



Nota: Acumulado de 4 trimestres.

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

O que revela o big data sobre o consumo em Espanha

O CaixaBank Research lançou, em novembro de 2022, o Portal de Economia em tempo real,¹ uma ferramenta pioneira de acompanhamento da economia espanhola a partir de dados internos da entidade, agregados e devidamente anonimizados. A informação do portal, em tempo real, é sobre o consumo das famílias, a desigualdade, a evolução dos salários e os sectores imobiliário e turístico. O portal foi alargado, em junho deste ano, com novas dimensões de análise e maior granularidade nas áreas do consumo e do turismo,² passando de 800 para 2200 séries.

Na área do consumo, o novo portal incorpora informação sobre as faturas de débito direto, como as de água, eletricidade, gás e telefone.³ Além disso, aumenta o detalhe setorial do consumo, incluindo informação sobre moda, mobiliário e restauração, para citar alguns exemplos (ver quadro para mais detalhes). Foram igualmente incorporadas informações sobre a evolução do comércio eletrónico. Este artigo analisa a tendência recente do consumo utilizando dados do portal.

A qualidade dos novos indicadores económicos acrescentados ao portal é uma das condições prévias. Para o efeito, comparámo-los com outras variáveis de fontes externas. No primeiro gráfico, pode ver-se como, apesar das diferenças de definições entre as diferentes fontes de dados,

Repartição dos subsectores de consumo disponíveis no portal da economia em tempo real

- Sectores**
- Primeira necessidade
 - Alimentação, bebidas e tabaco
 - Farmácias
 - Lazer e hotelaria
 - Cultura e espetáculos
 - Restauração
 - Hotéis
 - Transporte
 - Transportes (sem estações de serviço)
 - Estações de serviço
 - Comércio retalhista
 - Moda
 - Móveis e decoração
 - Eletrodomésticos e tecnologia
 - Agências de viagens

Fonte: BPI Research (Portal de Economia em tempo real, <https://realtimedataeconomics.caixabankresearch.com/>).

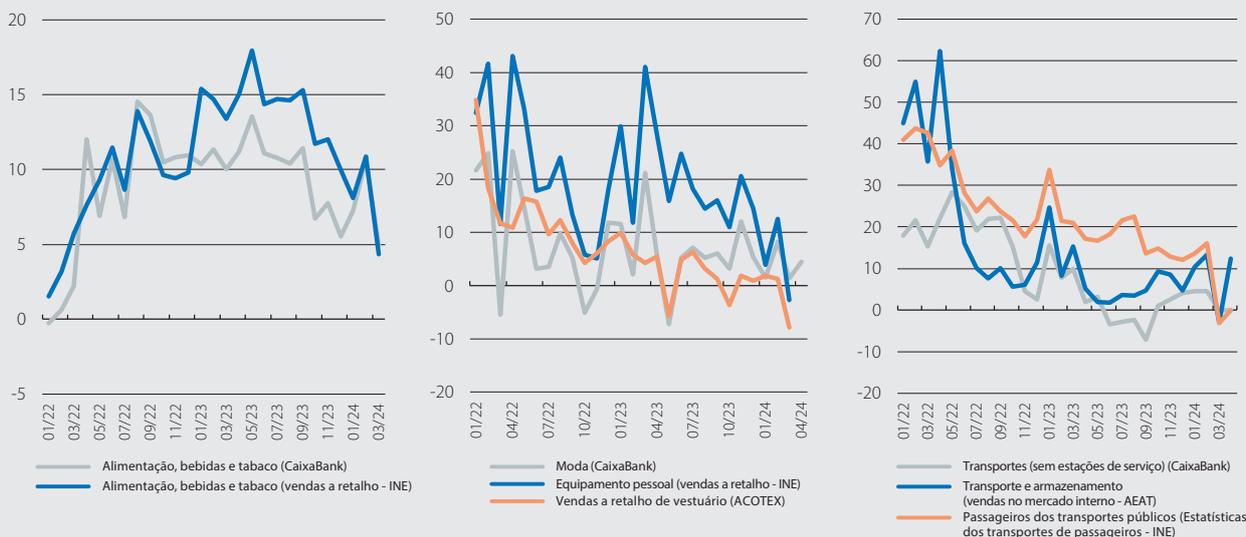
as séries seguem tendências semelhantes.⁴ Os indicadores compilados a partir de dados internos também permitem um maior imediatismo temporal no acompanhamento, uma vez que são publicados mensalmente com um desfasamento de alguns dias após o fecho do mês.

Tendências das despesas de consumo em Espanha, de acordo com dados internos do CaixaBank

A economia espanhola apresenta um crescimento surpreendentemente robusto num contexto em que as taxas

Comparação do indicador de consumo para diferentes sectores económicos com referências externas

Variação homóloga (%)



Nota: A série de vendas a retalho para produtos alimentares inclui os sectores 4711 e 472 e para equipamento pessoal inclui os sectores 4751, 4771 e 4772.
 Fonte: BPI Research, com base em dados internos anonimizados do CaixaBank, INE (vendas a retalho, estatísticas de transporte de passageiros), ACOTEX e AEAT (vendas internas).

- Ver Focus «Economia em tempo real: o novo portal do CaixaBank Research», para mais informações.
- No que respeita ao turismo, é acrescentado um nível mais elevado de desagregação dos países de origem dos turistas e são publicadas novas séries para analisar a evolução do turismo utilizando como base 100 o mesmo mês de 2019 (referência pré-COVID), para além das séries existentes em termos de variação homóloga.
- Ver Focus «As despesas com faturas das famílias espanholas em 2023, uma pausa depois de um 2022 de cortar a respiração» no IM02/2024, para mais detalhe.
- Para mais informações sobre a construção e validação dos indicadores, consultar o documento metodológico do portal da economia em tempo real: https://www.caixabankresearch.com/es/nota-metodologica_rte.

de juro permanecem elevadas e o crescimento no resto da Zona Euro revela fraqueza. A atividade económica foi impulsionada nos últimos meses pelo bom desempenho do mercado de trabalho, pelos fluxos de imigração ainda vigorosos e pelos bons dados do turismo internacional. Espera-se ainda que o consumo privado se mantenha dinâmico, uma vez que o rendimento das famílias deverá recuperar o poder de compra e o BCE deverá continuar a reduzir as taxas de juro. É este o caso?

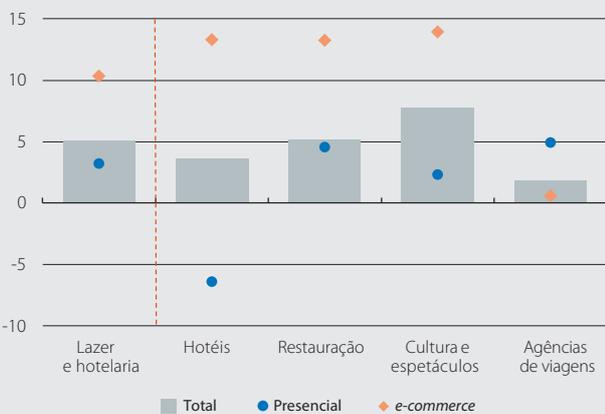
As despesas de consumo espanholas encerraram o segundo trimestre com um crescimento de 4,7%, o que representa uma ligeira aceleração em relação ao primeiro trimestre e um ritmo de crescimento muito semelhante ao de 2023, embora a inflação tenha moderado levemente. Das diferentes rubricas de despesa, destaca-se o comércio eletrónico, com uma taxa de crescimento de 12,9% no 2T 2024, 2 p.p. acima do valor de 2023. As despesas com faturas também continuam a crescer significativamente, 4,9% no 2T 2024, em parte devido ao aumento das despesas com faturas de água.

No segundo trimestre, as despesas de consumo presenciais mantiveram um ritmo de crescimento mais moderado, com um aumento de 1,2% (1,3% no 1T 2024), mas com diferenças significativas entre as várias rubricas que as compõem. Em termos positivos, as despesas em cultura e entretenimento cresceram 2,3% no trimestre, e em restaurantes, com um aumento de 4,6%. De igual modo, as despesas em produtos alimentares continuam a registar um aumento notável de 3,7%, embora se mantenham numa clara tendência descendente, em parte graças a menores pressões inflacionistas.

As rubricas de despesas presenciais que apresentam o desempenho mais fraco são o mobiliário e decoração, e os eletrodomésticos e tecnologia. Nos dois casos, as despesas aumentaram significativamente durante a pandemia.

Espanha: consumo por subsector

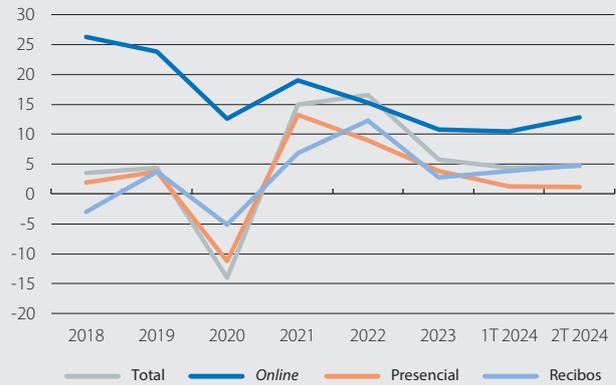
Variación homóloga (%), média 2T 2024



Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Espanha: evolução do consumo por meio de pagamento

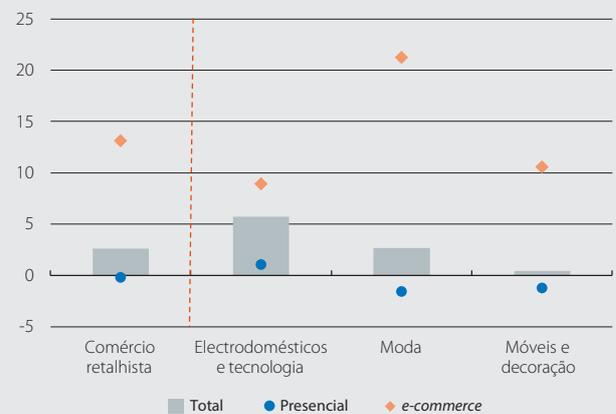
Variación homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

A partir daí, a sua evolução foi mais fraca do que a das restantes rubricas das despesas presenciais. Em qualquer caso, é de notar que, no caso das despesas com eletrodomésticos, há uma mudança nos padrões de consumo no sentido de uma maior importância da aquisição destes bens através do comércio eletrónico. Ao passo que as despesas presenciais cresceram apenas 1,1% em termos homólogos no 2T 2024, as despesas online aumentaram 8,9%. Uma tendência semelhante pode ser observada no mobiliário e decoração e na moda, com um papel crescente das despesas online em detrimento das despesas presenciais. Através do portal, podemos constatar que os jovens são, de longe, o grupo que gasta a maior parte das suas despesas online. Mas também podemos ver como os idosos estão gradualmente a adaptar os seus padrões de consumo a este canal.

Zoel Martín Vilató e Josep Mestres Domènech



A competitividade do sector turístico espanhol: pontos fortes e fracos

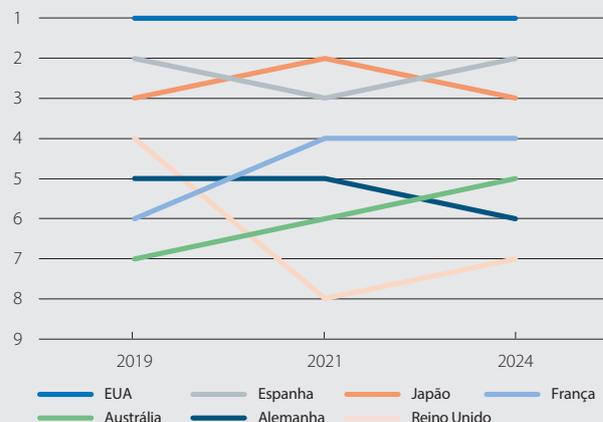
O turismo internacional global cresceu de forma muito significativa nos últimos trimestres e está muito próximo de recuperar os níveis anteriores à pandemia: no primeiro trimestre de 2024 foi apenas 3% inferior aos níveis de 2019, de acordo com o barómetro do turismo da ONU.¹ O sector do turismo espanhol foi um dos primeiros a recuperar: entre os 10 destinos mais procurados do mundo, a Espanha ficou atrás apenas da Turquia, a superar o número de turistas internacionais pré-pandemia. Por conseguinte, com 85 milhões de turistas, Espanha bateu o seu próprio recorde histórico e está em segundo lugar no *ranking* internacional de chegadas de turistas em 2023, atrás da França (100 milhões) e à frente dos EUA (66,5 milhões).^{2,3}

Para além do número de visitantes, o principal desafio do sector do turismo é continuar a crescer de forma sustentável e equilibrada. Neste sentido, é importante prestar atenção a outras áreas de natureza estrutural, que permitam fazer um bom diagnóstico dos pontos fortes do sector, a fim de os reforçar ainda mais, e dos pontos fracos que precisam de ser resolvidos para que o crescimento seja sustentável a longo prazo. O Índice de Desenvolvimento de Viagens e Turismo (TTDI, em inglês),⁴ um índice de referência que mede o conjunto de fatores e políticas que permitem o desenvolvimento sustentável e resiliente do sector do turismo numa base comparativa entre 119 países, constitui um bom ponto de partida para esse diagnóstico. O sector turístico espanhol ocupa, segundo o TTDI 2024, uma posição muito destacada no *ranking* mundial, com o segundo lugar, atrás dos EUA e à frente do Japão e da França, e subindo uma posição em relação à edição anterior de 2022.

O TTDI está estruturado em cinco subíndices, que, por sua vez, abrangem diferentes pilares (17 no total). Espanha destaca-se positivamente nos recursos culturais e naturais, no ambiente propício (especialmente em matéria de saúde e higiene, segurança e proteção, conectividade das TIC e mão de obra), bem como na maioria das infraestruturas relacionadas com o sector do turismo (nomeadamente a qualidade das infraestruturas aeroportuárias e a qualidade da hotelaria). Em contrapartida, o subíndice das condições facilitadoras das viagens e do turismo é penalizado pelo pilar da competitividade dos preços, pilar em

1. Ver UN Tourism World Tourism Barometer | Global Tourism Statistics (unwto.org).
 2. Ver o artigo «O sector turístico espanhol seguirá crescendo com força em 2024-2025», no Relatório Sectorial de Turismo do 25 2024.
 3. Em termos de despesas turísticas internacionais, a Espanha é também o segundo país no *ranking* mundial, atrás dos EUA e à frente do Reino Unido.
 4. O TTDI é um índice desenvolvido pelo Fórum Económico Mundial. A segunda edição deste índice, que é uma evolução do Índice de Competitividade das Viagens e do Turismo (TTCI), publicado desde 2007, foi lançada em 2024.

Evolução do ranking do Índice de Desenvolvimento de Viagens e Turismo



Nota: O Índice de Desenvolvimento das Viagens e do Turismo (TTDI) 2024 é a segunda edição de um índice que evoluiu a partir do Índice de Competitividade das Viagens e do Turismo (TTCI), publicado desde 2007.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Fórum Económico Mundial.

Índice de Desenvolvimento de Viagens e Turismo

Índice (mín. 1 - máx. 7)

	Espanha	França	Itália	Portugal	Turquia
Travel & Tourism Development Index	5,2	5,1	4,9	4,8	4,4
Ambiente propício	5,6	5,7	5,4	5,7	4,4
Condições favoráveis ao turismo e às viagens	4,8	4,3	4,4	4,6	5,2
Infraestruturas	5,5	5,3	4,9	4,8	4,2
Recursos naturais, culturais e não recreativos	5,5	5,6	5,3	3,9	4,2
Sustentabilidade	4,3	4,1	4,1	4,4	3,9

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Travel & Tourism Report 2024.

que a Espanha ocupa o 94.º lugar, à semelhança da França (102.º), da Itália (105.º) ou de Portugal (93.º), devido à presença de países altamente competitivos em termos de preços (por exemplo, a Turquia ocupa o 40.º lugar nesta dimensão).

De acordo com o TTDI, a principal área em que o sector do turismo espanhol tem mais margem para melhorar é a área da sustentabilidade (Espanha ocupa o 42.º lugar neste subíndice). Dos vários aspetos de sustentabilidade considerados (sustentabilidade ambiental, socioeconómica e do lado da procura), o lado da procura é o que tem a pontuação mais baixa. Especificamente, os aspetos a melhorar seriam a sazonalidade ainda elevada (melhorando em relação a 2019, mas ainda elevada na comparação internacional) e a elevada concentração geográfica do turismo em atrações culturais e naturais.

A discrepância entre trabalhadores e horas trabalhadas em Espanha

Depois de deixar para trás a crise da COVID-19, o mercado de trabalho espanhol está a ter um desempenho muito positivo. O emprego está muito acima dos níveis anteriores à pandemia. Especificamente, no 1T 2024 já está mais de 8% acima dos registos do 1T 2019 (em termos de Contas Nacionais)¹ e o dobro do crescimento acumulado do PIB de 3,7%. Contudo, as horas efetivamente trabalhadas cresceram a um ritmo mais lento desde então, apenas 1,3%. Esta situação traduziu-se numa diminuição das horas trabalhadas por trabalhador (PTETC) de 6,3%. Por conseguinte, enquanto a produtividade por trabalhador acumulou uma queda de 4,0%, a produtividade por hora trabalhada cresceu 2,5%.

Qual é a razão para a diminuição do número de horas trabalhadas por trabalhador? Em princípio, esta situação não se deveu a um efeito de composição entre trabalhadores a tempo inteiro e a tempo parcial, uma vez que, de acordo com o EPA (Inquérito à População Ativa), enquanto os trabalhadores a tempo inteiro aumentaram 10,5% desde o 1T 2019, os trabalhadores a tempo parcial apenas cresceram 1,4%. Entre as causas, conta-se o aumento do número de horas em que os trabalhadores se ausentam do trabalho por diversos motivos.

De acordo com os dados do EPA, no 1T 2024, 9,8% dos trabalhadores por conta de outrem (quase 2,1 milhões) não trabalharam na semana de referência, 885 mil por motivo de férias, 113 mil por licença parental e, sobretudo, 971 mil por doença, acidente ou incapacidade temporária (IT).²

Conforme os dados da Segurança Social (S. S.),³ a percentagem de horas não trabalhadas por motivos diversos que não férias ascendeu a 6,3% das horas trabalhadas no 4T 2023, face a 4,8% no 4T 2019. Das horas não trabalhadas, 86,2% foram devidas a baixas por doença devido a IT, 12,8% devido a outras prestações (parto e assistência a filho ou risco durante a gravidez ou amamentação) e 1,0% devido a estar em situação de ERTE. O número médio de horas não trabalhadas por contribuinte do Regime Geral situou-se em 27,5 no trimestre, mais sete horas do que em igual período de 2019.

Em 2023, no seu todo, o total de horas registadas cresceu 10,8 em relação a 2019, enquanto as horas efetivamente trabalhadas aumentaram 9,1. O número médio de horas não trabalhadas por contribuinte no ano foi de 107,5 (6,1%

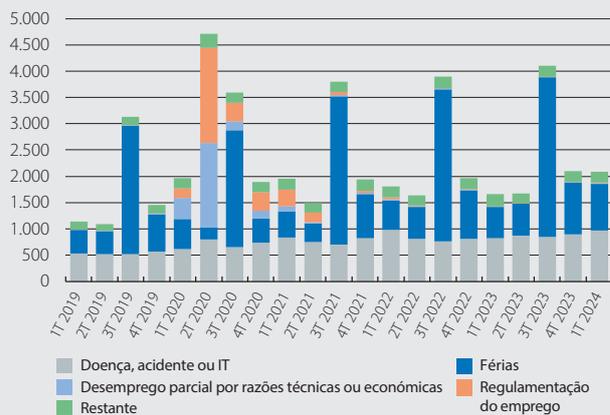
1. Em termos de posto de trabalho equivalente a tempo completo (PTETC).
 2. Na definição do MISSM, é a incapacidade para o trabalho devida a doença comum ou profissional, acidente profissional ou não profissional, menstruação incapacitante ou interrupção da gravidez.
 3. Relatório trimestral das horas indicadas e das horas efetivamente trabalhadas: Segurança Social: Estatísticas (seg-social.es). Trata-se de uma estatística baseada em dados administrativos, compilada a partir das contribuições sociais pagas pelas empresas; a série começa no primeiro trimestre de 2019.

Espanha: PIB, emprego e horas trabalhadas
Índice (100 = 4T 2019)



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

Espanha: trabalhadores que não trabalharam na semana de referência
(Milhares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

Espanha: taxa de absentismo por IT
(% do total de trabalhadores)



Nota: Trabalhadores que estiveram ausentes do trabalho devido a doença, acidente ou IT.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

das horas registadas), em comparação com 80,3 em 2019 (4,7% das horas registadas). O número de horas não trabalhadas no ano seria equivalente ao emprego de quase um milhão de pessoas.

As horas não trabalhadas devido a IT representaram 5,4% das horas registadas no 4T 2023 (4,0% antes da pandemia). A partir do 4T 2019, as horas não trabalhadas por este motivo aumentaram nada menos que 48,3%, quase cinco vezes mais do que o total de horas registadas.

Recorrendo ao Inquérito Trimestral aos Custos da Mão-de-Obra (ICT) do INE,⁴ obtêm-se resultados muito semelhantes aos acima referidos, mas um pouco mais atualizados e desagregados por sector e atividade. Assim, o absentismo total situou-se em 6,8% das horas acordadas⁵ no 1T 2024, 2 décimos acima do trimestre anterior e o rácio mais elevado desde o 1T 2022. Considerando apenas o absentismo por IT, a taxa no 1T foi de 5,2% (5,0% no 4T 2023). Ambos os valores excedem claramente os registados antes do início da pandemia (1T 2019): 5,2% para o absentismo total e 3,8% para o absentismo por IT.

Por setores de atividade, o absentismo mais elevado no 1T 2024, com taxas superiores a 8,0%, correspondeu às atividades administrativas, à administração pública, ao abastecimento de água e, sobretudo, à saúde, onde atingiu 10,5% das horas acordadas. Por outro lado, nas atividades profissionais e imobiliárias, a taxa foi inferior a 4,0%. Em comparação com os valores do trimestre homólogo de 2019, o aumento do absentismo é generalizado, exceto nas atividades imobiliárias, onde diminuiu muito ligeiramente (apenas 2 décimas). Os maiores aumentos (superiores a 2 pontos) registam-se na distribuição de água, nas atividades administrativas e nos outros serviços. Esta análise revela, no entanto, uma elevada dispersão do absentismo por atividade, que se acentuou nos últimos anos: se em 2019 a diferença entre a taxa mais elevada e a mais baixa era de 5,2 pontos, em 2024 é de 7,3 pontos.

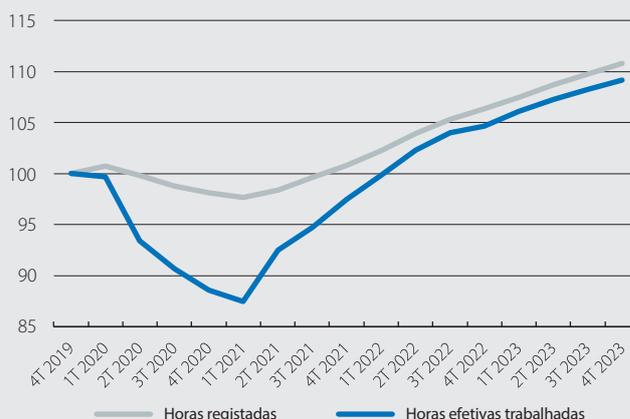
O aumento do absentismo é observado em praticamente todos os países da Zona Euro, sugerindo que os acontecimentos dos últimos anos tiveram um impacto persistente e generalizado. Analisando o índice de absentismo espanhol com os dos países da Zona Euro, Espanha está no topo do *ranking*, embora abaixo de economias como a Alemanha e a França. Espanha destaca-se, no entanto, pelo forte crescimento do absentismo desde a pandemia. Com efeito, é o segundo país onde mais cresceu em rela-

4. Trata-se de um inquérito com uma ampla cobertura, abrangendo uma amostra de cerca de 28 000 empresas em todo o país, incluindo todas as empresas com mais de 500 trabalhadores.

5. Horas não trabalhadas, após dedução das faltas por férias e feriados; inclui, por conseguinte, os dias de baixa por IT; dias de licença de maternidade, de adoção e pessoal; pausas para compensação de horas extraordinárias, etc. Quanto às horas acordadas, são as horas legalmente fixadas por acordo verbal, contrato individual ou convenção coletiva entre o trabalhador e a empresa.

Espanha: horas trabalhadas e registadas

Número (100 = 4T 2019)

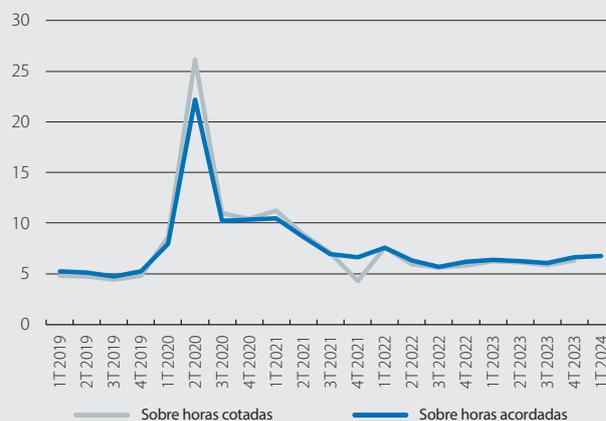


Notas: Fililados ao Regime Geral. Média móvel de 4 trimestres.

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

Espanha: taxa de absentismo

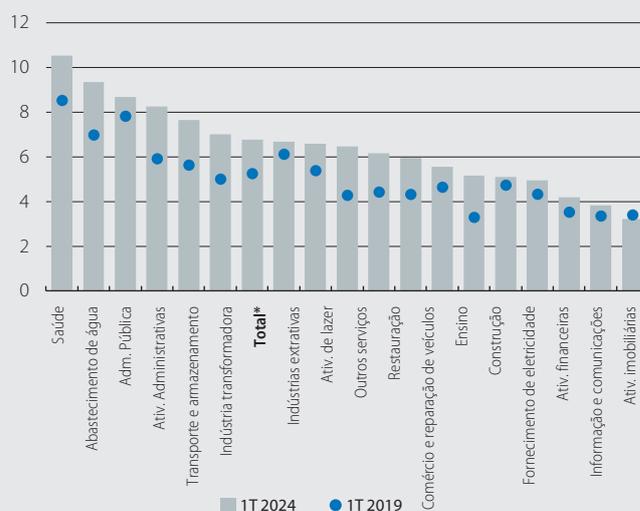
Horas não trabalhadas (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (ETCL) e do MISSM.

Espanha: taxa de absentismo por atividade

Horas não trabalhadas (em % das horas acordadas)



Notas: * Indústria, construção e serviços (exceto trabalhadores domésticos).

Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE de Espanha (ETCL).

ção ao mesmo trimestre de 2019, 4 pontos, apenas atrás de Malta. Analisando exclusivamente o absentismo por IT, o aumento face ao 1T 2019 foi também acentuado, passando de 2,7% para 4,6%.

Se nos centrarmos no absentismo devido à IT, os números falam por si: em 2023 registaram-se mais de 8,1 milhões de ausências por contingências comuns, com um custo para a Segurança Social que ultrapassou os 13 000 milhões de euros em benefícios económicos, valores que são 36% e 55% superiores, respetivamente, aos de 2019.⁶

O aumento do absentismo resultou do aumento do número de casos e não da duração média das faltas por doença, que está mesmo abaixo dos níveis pré-pandémicos; concretamente, a duração média da incapacidade temporária devido a contingências comuns (ITCC) terminada no ano passado foi ligeiramente superior a 36 dias para os trabalhadores por conta de outrem, em comparação com uma média de 38,6 dias em 2015-2019. Não obstante esta diminuição da duração média, registou-se um aumento acentuado dos processos de ITCC de longa duração, superior a 365 dias, que em dezembro de 2023 ascendiam a 100.734, face a 32.664 processos no final de 2019, o que poderá dever-se a atrasos no tratamento dos processos de incapacidade permanente.

O aumento do absentismo devido à IT, sem entrar nas causas, que são muitas, tem um impacto negativo na produtividade e nos custos laborais das empresas, com particular impacto nas PME, e aumenta os custos para a Segurança Social e a carga burocrática do sistema de saúde. É indispensável uma racionalização da carga burocrática e assistencial para continuar a apoiar eficazmente os trabalhadores que não podem trabalhar, uma gestão e uma inspeção adequadas para combater as práticas abusivas e as ineficiências, e uma maior colaboração entre a Segurança Social e os mutualistas para reduzir a pressão sobre os serviços de saúde.

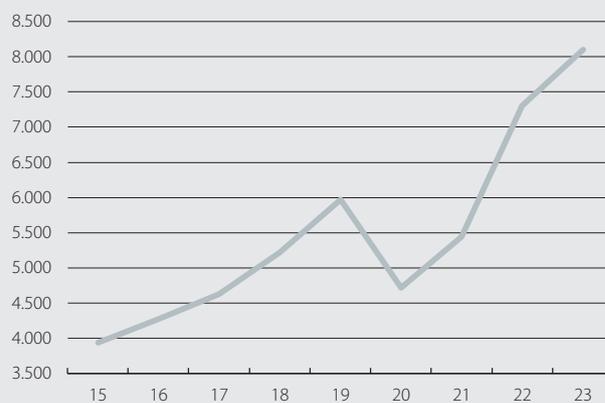
6. A isto há que acrescentar o custo suportado pelas empresas: por um lado, os custos diretos, decorrentes (i) da prestação pecuniária entre o 4.º e o 15.º dia, (ii) dos suplementos e melhorias que, se for caso disso, podem ser incluídos nas convenções coletivas e (iii) das contribuições para a Segurança Social que devem continuar a ser pagas durante as baixas por doença; por outro lado, os custos indiretos, que estão associados ao valor dos bens e serviços que deixaram de ser produzidos. Para mais informações, consultar AMAT (2024), «El absentismo laboral derivado de la incapacidad temporal por contingencias comunes (ITCC)», ano fiscal de 2023.

Zona Euro: taxa de absentismo por país (% do total de trabalhadores)



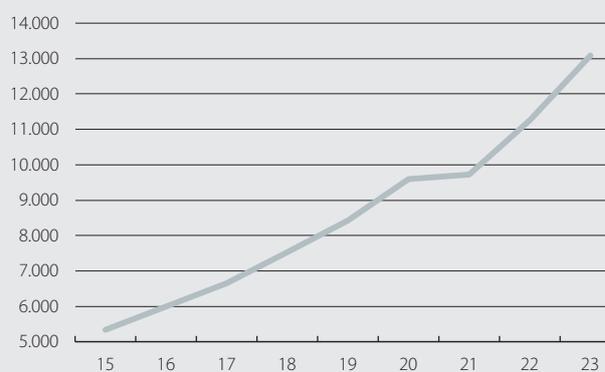
Nota: Trabalhadores com idades entre 20 e 64 anos que estiveram ausentes do trabalho. Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Espanha: baixa iniciada devido a IT (Milhares)



Nota: Baixa por incapacidade temporária para contingências comuns. Fonte: BPI Research, com base em dados do MISSM.

Espanha: despesas de Segurança Social com prestações por IT (Milhões de euros)



Nota: Baixa por incapacidade temporária para contingências comuns. Fonte: BPI Research, com base nos dados do MISSM e das contas das Mutuas Colaboradoras.

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	04/24	05/24	06/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	-1,2	-2,2	-2,2	-0,7	0,0	0,8	0,4	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,5	-5,2	-8,2	-8,1	-5,2	-4,3	-6,3	-5,8
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	48,5	47,3	45,9	50,7	52,2	54,0	52,3
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,3	1,7	4,3	0,8	2,9	3,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,2	3,2	-3,3	-9,1	-10,3	-8,5	...	...
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	14,9	14,2	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	56,0	50,9	51,2	54,3	56,2	56,9	56,8
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,3	2,5	2,4	2,1	2,8	1,0	0,3	0,2	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	9,9	6,9	11,9	4,2	23,1	3,4	2,2
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-16,1	-19,0	-17,2	-14,6	-14,4	-14,1
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	2,4	2,4	2,5
PIB	5,8	2,5	2,0	1,9	2,1	2,5	-	-	-

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	04/24	05/24	06/24
Inflação global	8,4	3,6	3,1	2,8	3,3	3,1	3,3	3,6	3,4
Inflação subjacente	5,1	6,1	6,2	6,0	4,5	3,5	2,9	3,0	3,0

Setor 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	04/24	05/24	06/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	12,3	4,5	-1,4	-6,9	-5,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	10,7	-1,2	-7,2	-9,8	-7,9	...	...
Saldo corrente	8,2	37,7	28,7	35,8	37,7	39,2	40,3	...	...
Bens e serviços	16,3	60,1	42,6	54,6	60,1	62,0	63,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-8,1	-22,4	-14,0	-18,8	-22,4	-22,8	-22,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,7	53,7	42,6	50,0	53,7	53,5	54,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	04/24	05/24	06/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	0,4	-0,3	0,4	2,5	2,5	3,3	...
À vista e poupança	7,9	-4,5	-4,0	-6,9	-7,6	-6,6	-5,7	-4,4	...
A prazo e com pré-aviso	-19,6	52,2	40,5	69,8	90,2	104,4	86,9	76,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,5	8,8	6,8	11,3	9,4	-1,5	-2,6	-1,1	...
TOTAL	5,2	1,1	0,9	0,5	1,1	2,2	2,2	3,0	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	-2,5	-2,2	-3,4	-3,7	-2,9	-2,3	-2,0	...
Empresas não financeiras	0,9	-3,4	-2,7	-4,6	-5,2	-4,0	-3,2	-2,9	...
Famílias - habitações	1,0	-2,6	-2,4	-3,4	-3,3	-2,8	-2,4	-2,0	...
Famílias - outros fins	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,3	0,0	0,5	...
Administrações Públicas	0,2	-3,4	-3,3	-4,6	-5,5	-2,9	-3,6	-3,5	...
TOTAL	0,7	-2,6	-2,3	-3,4	-3,8	-2,9	-2,4	-2,1	...
Taxa de incumprimento (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2024

© CaixaBank, S.A., 2024

Design e produção: www.cegeglobal.com

