

IIM09

INFORMAÇÃO MENSAL
SETEMBRO 2024



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

ECONOMIA INTERNACIONAL

*Aumento do défice e da dívida: o futuro das
finanças públicas dos EUA*

*O desfasamento entre os EUA e a China
acentua a fragmentação da economia global*

ECONOMIA ESPANHOLA

*Fatores que impulsionaram a poupança das
famílias espanholas*

*Investimento em equipamento em Espanha:
uma comparação com a Zona Euro*

*Rentabilidade e custo do financiamento
das empresas em Espanha*

ECONOMIA PORTUGUESA

*A posição de Portugal no Índice de
Desenvolvimento das Viagens & Turismo*

*Contas públicas: o el dorado que importa
manter*

*Inflação em Portugal: uma abordagem
regional*

*Como se caracteriza a riqueza das famílias
portuguesas?*

INFORMAÇÃO MENSAL

Setembro 2024

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

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

<http://www.bancobpi.pt/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

Rita Sánchez Soliva e

Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

6 de setembro de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

10 ECONOMIA INTERNACIONAL

12 *Aumento do défice e da dívida: o futuro das finanças públicas dos EUA*

14 *O desfasamento entre os EUA e a China acentua a fragmentação da economia global*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *A posição de Portugal no Índice de Desenvolvimento das Viagens & Turismo*

23 *Contas públicas: o el dorado que importa manter*

25 *Inflação em Portugal: uma abordagem regional*

28 *Como se caracteriza a riqueza das famílias portuguesas?*

31 ECONOMIA ESPANHOLA

33 *Fatores que impulsionaram a poupança das famílias espanholas*

36 *Investimento em equipamento em Espanha: uma comparação com a Zona Euro*

39 *Rentabilidade e custo do financiamento das empresas em Espanha*

Um arrefecimento saudável em vésperas de orçamento

Em Portugal, a atividade económica desapontou no segundo trimestre e o mercado de trabalho dá sinais de moderação. Em contrapartida, a inflação progride a bom ritmo para o patamar objetivo permitindo recuperação do poder de compra das famílias, mas também confirma que o menor crescimento económico nominal parece garantido condicionando por exemplo, a condição da política orçamental. No campo externo, os sinais apontam para abrandamento do crescimento, enquanto a trajetória da inflação e contenção salarial na Europa abrem espaço para a redução das taxas de juro. É neste contexto que se prepara o novo orçamento de Estado para 2025, um enquadramento em que parecem despontar alguns riscos que importa ter em consideração, tema que abordamos num artigo desta publicação.

Como referimos antes do interregno estival, continuamos a considerar a situação económica de Portugal como estruturalmente mais saudável que em épocas anteriores, e esta opinião mantém-se. Todavia, no campo de crescimento, 2024 deverá pautar-se por algum arrefecimento, que vimos confirmado com os dados do segundo trimestre. A economia quase estagnou em termos trimestrais e o crescimento no semestre estabilizou em 1,5%, em termos homólogos. Se consideramos esta evolução preocupante? Não. Na verdade, tendo como referência o período pré-covid, a situação mantém-se favorável sobretudo tendo como comparação as maiores economias da zona euro. Portugal regista atividade de mais de 6% acima dos níveis de final de 2019 que compara com cerca de 3,9% no conjunto da UEM e 4,7% em Espanha por exemplo. Acresce que o abrandamento era esperado depois de tão grande aumento dos juros e da escalada da inflação, temas cujos efeitos completos ainda não se terão esgotado.

Assim, importa olhar para o detalhe e perceber que o arrefecimento do segundo trimestre em concreto, foi ditado sobretudo pelo aumento das importações de bens e serviços, cujo contributo para o crescimento pesou mais neste período. Parece-nos que este aumento esteve sobretudo associado à aceleração do investimento, refletindo a aceleração da execução dos fundos comunitários, mas também aumento do investimento privado. Contribuíram também o aumento das viagens de residentes ao exterior (importações de turismo), o que acaba por ser um espelho da saúde financeira das famílias. Efetivamente, pela positiva pontuou o maior contributo não só do investimento, mas também do consumo privado, facto para o qual terão contribuído certamente a robustez do mercado laboral – apesar do menor ritmo de crescimento, o emprego continua a crescer e a população empregada situa-se em máximos, acima dos 5 milhões de indivíduos – e os ganhos salariais – refira-se que em termos reais, o salário médio dos trabalhadores por conta d'outrem tem vindo a aumentar acima dos 3,5% há cerca de um ano, repondo o poder de compra perdido anteriormente.

Nos próximos meses parece-nos razoável admitir uma aceleração do ritmo de crescimento, levando a taxa de crescimento no ano para cima dos 1,5% observados no primeiro semestre. Ainda assim, a nossa projeção atual para o crescimento do PIB, de 1,8% em 2024, poderá revelar-se ligeiramente otimista. Efetivamente, o contexto descrito de redução da taxa de inflação – desceu para 1,9% em agosto – robustez no mercado de trabalho e expectativa de redução dos juros apontam para a manutenção do bom comportamento do consumo privado. Aos fatores mencionados vão aliar-se a concretização de medidas orçamentais de suporte – em concreto, pagamentos extra aos pensionistas, reposição de redução salarial passada aos professores, e redução das taxas de retenção em sede de IRS – com efeitos já nos próximos meses e que tenderão a reforçar os fatores mencionados. Esperamos, por isso, que o consumo das famílias continue a evoluir positivamente ao longo do segundo semestre. Da mesma forma, antecipa-se que o investimento continue a refletir a aceleração da execução dos fundos comunitários – no final de agosto tinham sido recebidos 38% do total da dotação (cerca de 8,5 MME) dos quais cerca de 5,2MME foram pagos a beneficiários finais e cumpridos 23% dos marcos e metas.

O bom comportamento da procura interna, apoiada no investimento privado e público e no consumo privado, deverá prolongar-se e até acelerar em 2025 e 2026. O avanço da tendência desinflacionista e a aproximação da fasquia dos 2% objetivo do BCE, induzirão por si só a melhoria do poder de compra. Adicionalmente, esta evolução que se antecipa também em toda a Europa, possibilitará que o BCE prossiga a redução dos juros, esperando o mercado atualmente que as taxas de referência se reduzam em 1,5 % até dezembro de 2025, e que a Euribor 12 meses, atualmente em 3,1%, se venha a situar abaixo de 2,5%. Finalmente, os balanços das famílias e empresas estão atualmente bastante saudáveis, tendo os níveis de endividamento reduzido para patamares abaixo ou muito próximos da média da UEM.

Neste contexto, os principais riscos que a economia portuguesa defronta são externos, relacionados com os conflitos que grassam às portas da Europa; com a situação política nos EUA onde uma vitória dos Republicanos nas presidenciais poderá trazer alguns ingredientes menos favoráveis a nível das tarifas alfandegárias e protecionismo; ou com um arrefecimento maior que o esperado ou desordenado na China, o que teria consequências globais. Internamente, as atenções focam na situação política e no processo de aprovação do próximo Orçamento, essencial para promover e garantir um clima de confiança que permita alavancar o momento estrutural positivo que o país atravessa.

Paula Carvalho

Lisboa, 5 de setembro de 2024

Cronologia

AGOSTO 2024

- 1-5** Forte turbulência nos mercados financeiros, em resultado da decisão do Banco do Japão e de dados sobre o emprego nos EUA em julho piores do que o previsto.
- 12** A OPEP revê ligeiramente em baixa a procura de petróleo em 2024 e 2025, principalmente devido ao abrandamento do consumo na China.
- 23** A Fed começará a reduzir as taxas de juro em setembro, conforme declarou Powell em Jackson Hole.

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.

JULHO 2024

- 26** Início dos Jogos Olímpicos em Paris.
- 31** O Banco do Japão aumenta, inesperadamente, a sua taxa de juro de referência para 0,25% (do anterior intervalo 0,0%-0,1%), o valor mais elevado desde finais de 2008.

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%.

Agenda

SETEMBRO 2024

- 3** Espanha: inscrições na Segurança Social e desemprego registado (agosto).
- 12** Portugal: indicadores coincidentes de atividade (agosto). Conselho do Banco Central Europeu.
- 13** Espanha: notações da Moody's e da S&P.
- 17** Espanha: inquérito trimestral aos custos do trabalho (2T).
- 17-18** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 20** Portugal: *rating* Fitch.
Portugal: preços da habitação (2T).
- 22** Espanha: balança de pagamentos e PIIN (2T).
- 23** Espanha: empréstimos, depósitos e NPL (julho e 2T).
Portugal: detalhe do PIB (2T).
- 26** Portugal: rácio de NPL (2T).
- 27** Espanha: detalhe do PIB (2T).
Espanha: estimativa rápida do IPC (setembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (setembro).
- 30** Espanha: taxa de poupança das famílias (2T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (setembro).

OUTUBRO 2024

- 1** Portugal: emprego e desemprego (agosto).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (setembro).
- 2** Espanha: inscrições na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 6** Conselho Europeu.
- 9** Espanha: contas financeiras (2T).
- 10** Portugal: contas financeiras (2T).
- 15** Portugal: inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito (outubro).
- 17** Conselho do Banco Central Europeu.
- 18** China: PIB (3T).
- 21** Espanha: empréstimos, depósitos e crédito malparado (agosto).
- 25** Espanha: inquérito à população ativa (3T).
- 30** Espanha: crescimento do PIB (3T).
Espanha: estimativa rápida do IPC (outubro).
Portugal: crescimento do PIB (3T).
Zona Euro: PIB (3T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
EUA: PIB (3T).
- 31** Portugal: execução orçamental (setembro).
Portugal: atividade turística (setembro).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (outubro).

Tempestades de verão e correntes de fundo

Mais um ano, mantendo a tendência da maioria dos meses de agosto, o início do mês registou mais um surto de volatilidade nos mercados. A dinâmica é bem conhecida, pois tal como o verão é propício a fenómenos meteorológicos extremos, quando bolsas de ar frio coincidem com temperaturas muito quentes à superfície do mar, também agosto tende a ser um mês difícil para os mercados financeiros, uma vez que a baixa liquidez do mercado amplia o efeito sobre os preços dos ativos causado por surpresas nos dados macroeconómicos, nos resultados das empresas ou na geopolítica.

Desta vez, o gatilho foi uma subida inesperada das taxas de juro oficiais no Japão que, ao provocar uma forte valorização do iene, desencadeou o fecho de posições de *carry-trade* (financiamento em moeda japonesa a baixo custo para investir em ativos de maior rendimento noutras geografias) e, conseqüentemente, a venda de ativos nos EUA, na zona euro, etc. O efeito desta mudança drástica nos fluxos financeiros foi agravado pelos fracos dados sobre o emprego nos EUA em julho, aumentando os receios de uma recessão também nos EUA, e pelos resultados de algumas empresas tecnológicas que começam a refletir o intervalo de tempo entre os enormes investimentos necessários para evitar perder a corrida à IA e a monetização desses investimentos.

Tudo isto proporcionou um bom terreno fértil para correções nos mercados de ações que estavam ao rubro após as recuperações dos primeiros sete meses do ano (+11% de janeiro a julho), com a potencial instabilidade adicional da acumulação significativa de posições alavancadas durante a primavera num ambiente de baixa volatilidade. A queda acumulada entre o máximo e o mínimo nos mercados de ações desenvolvidos foi de 8,2% e de 9,3% nos mercados emergentes, com as principais empresas tecnológicas, como a NVIDIA ou a TESLA, a sofrerem correções superiores a 25% e com o índice japonês Nikkei 225 a sofrer a maior queda numa única sessão (12,5%) em décadas. A boa notícia é que, depois da tempestade, chegou a bonança, já que os dados de atividade publicados ao longo do mês de agosto voltaram a mostrar que o cenário de aterragem suave continua a ser o mais provável neste momento, enquanto a inflação nos dois lados do Atlântico está lentamente a caminho dos 2%.

Para esta normalização da situação financeira após as tempestades de verão contribuiu também a clarificação das perspetivas de flexibilização monetária nos EUA, depois de Jerome Powell ter confirmado em Jackson Hole que a Fed

começará a reduzir as taxas de juro a partir de setembro. No seu discurso, o Presidente do banco central norte-americano deixou claro que, uma vez que a batalha contra a inflação está avançada, é agora tempo de se concentrar na atividade e no emprego, o que significa que o atual tom da política monetária é excessivamente restritivo, pelo que é tempo de iniciar o regresso à zona neutral. Na nossa opinião, isto significará colocar as taxas de juro na zona dos 3%-3,25% em meados de 2026 e, pelo caminho, a Reserva Federal aproveitará a oportunidade para rever uma estratégia de política monetária que, após a sua última atualização em 2020, se tornou algo estagnada. Um exercício semelhante será efetuado pelo BCE, embora Lagarde já tenha antecipado que, desta vez, não haverá ajustamento do objetivo. No caso da zona euro, acreditamos que a taxa de juro neutra se situará, após as mudanças estruturais dos últimos anos, na zona de 2%-2,25%, o objetivo teórico de médio prazo para as taxas de juro oficiais, sujeito a quaisquer novas surpresas que possam surgir no horizonte.

Assim, com o movimento de vaivém dos mercados em agosto, tornou-se mais uma vez claro que, sem alteração das tendências subjacentes, é melhor não reagir de forma exagerada a eventos de maior instabilidade financeira e confiar na força proporcionada por carteiras bem diversificadas por ativos e geografia. De facto, um investidor que regressasse de férias num destino idílico sem Internet ou redes sociais (se é que isso ainda existe) teria visto como uma carteira 60/40¹ teria tido um bom desempenho, evitando o susto da primeira semana do mês.

Em suma, uma vez terminada a tradicional «gota fria»² financeira de verão, o importante continuará a ser a evolução subjacente do ciclo económico, que será determinada pela capacidade dos bancos centrais de concluírem o trabalho dos últimos dois anos sem provocarem um ajustamento acentuado da atividade. Por enquanto, os dados continuam a apoiar a hipótese da aterragem suave. No entanto, isso não significa que estaremos inoculados contra potenciais turbulências nos mercados nos próximos meses, tendo em conta os elevados níveis de risco geopolítico e o facto de a política monetária se manter na zona de aperto durante algum tempo. Entretanto, vamos preparar o café ou as pipocas para a longa noite de 5 de novembro.

José Ramón Díez

1. Refere-se à distribuição de uma carteira em obrigações e ações.

2. Depressão atmosférica com expressão essencialmente em níveis altos e caracterizada pela circulação de ar mais frio em torno do núcleo do que o ar das suas vizinhanças.

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	0,67	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	3,25	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,40	2,65
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,18	2,45
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,18	2,47
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	3,19	2,49
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,20	2,52
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,20	2,55
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,60	2,05
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,40	2,10
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,71	2,38
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,79	2,49
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	3,20	2,90
Prémio de risco	11	158	73	105	98	80	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,94	2,60
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,93	2,65
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	3,10	2,85
Prémio de risco	19	297	65	97	63	70	75
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	1,8	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	1,6	1,7	2,0
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,0	1,0	0,8
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,6	2,9	5,7
Bens de equipamento	3,2	2,0	15,3	5,5	4,6	-	-
Construção	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-0,3	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	1,4	1,5	2,5
Exportação de bens e serviços	5,3	2,2	12,3	17,4	4,1	3,9	5,0
Importação de bens e serviços	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,3	5,4
Produto interno bruto	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,8	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	6,6	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	2,8	3,1
Saldo orçamental (% 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	1,7	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	3,6	2,4
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	2,9	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 orçamental (% 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

Um verão volátil para os mercados financeiros

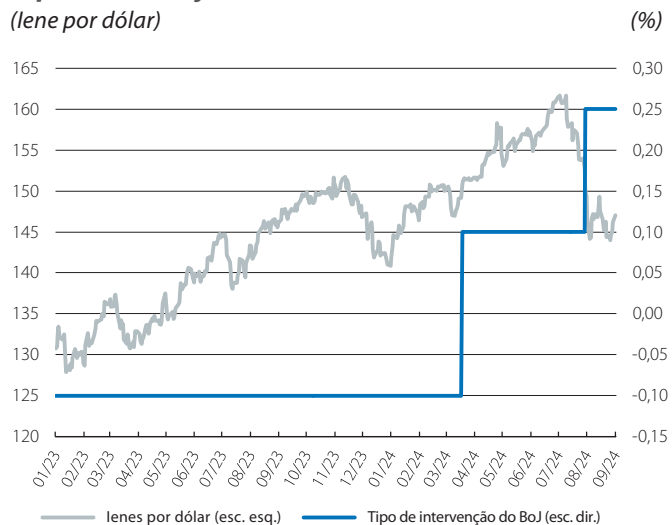
Entre os dias 2 e 5 de agosto, os mercados financeiros viveram as sessões mais turbulentas dos últimos anos, desencadeadas por receios precipitados de uma recessão nos EUA e por um movimento inesperado do Banco do Japão que desencadeou a volatilidade. A partir daí, os mercados inverteram a tendência, deixando as quedas do início de agosto como um susto, e voltaram a considerar a aterragem suave como o seu cenário central.

A anatomia de uma queda. Os acontecimentos começaram em 31 de julho, quando o Banco do Japão (BoJ) anunciou inesperadamente uma subida da taxa de juro de referência de 0,10% para 0,25%. Esta surpresa desencadeou uma apreciação do iene em poucos dias, que provocou uma forte queda no mercado bolsista japonês e levou ao encerramento de posições de *carry trade*, operações que envolvem o financiamento em ienes a baixo custo para investir em ativos de maior rendimento, o que, por sua vez, exacerbou os movimentos da moeda e do mercado bolsista. Apenas dois dias após a decisão do BoJ, os dados sobre o emprego nos EUA relativos a julho, ligeiramente piores do que o previsto (ver secção da Economia Internacional), que fizeram soar os alarmes de uma possível recessão, intensificaram o nervosismo a nível mundial. O que começou com uma queda no mercado bolsista japonês, terminou numa enorme venda de ações a nível global.. O índice Nikkei 225 do Japão teve o seu pior dia em quase 40 anos, caindo 12,5%, o S&P 500 registou a sua maior queda desde novembro de 2022 e os mercados bolsistas desenvolvidos recuaram para níveis 8,2% abaixo dos seus máximos de julho. Enquanto o dólar perdeu até 3 por cento do seu valor, o iene fortaleceu-se até 6 por cento. O índice de volatilidade VIX atingiu níveis que não se registavam desde a pandemia, agravado ainda pela liquidez tipicamente escassa do verão. Paralelamente, os mercados monetários aumentaram a sua expectativa de cortes nas taxas da Fed em 2024 de 50 p.b. para 100 p.b., elevando o intervalo para 4,25%-4,50%.

A anatomia de uma recuperação. Posteriormente, a acalmia parece ter regressado gradualmente aos mercados, apoiada pelos dados mais recentes sobre a atividade e a inflação, que apresentam um quadro de abrandamento moderado, com a inflação quase sob controlo. A maioria dos principais índices bolsistas terminou assim o mês de agosto com ganhos superiores a 1%, com exceção do Nikkei 225, que, embora tenha conseguido recuperar grande parte das quedas do início do mês, fechou ligeiramente no vermelho. O IBEX 35 teve um desempenho superior na Zona Euro, impulsionado pelo setor do consumo. Nos EUA, a repartição setorial mostra que a recuperação das ações teve uma tendência mais defensiva, liderada por setores como o consumo não discricionário e as *utilities*. As grandes empresas tecnológicas ficaram, entretanto, para trás, com o Nasdaq a fechar o mês abaixo do S&P 500 e as Sete Magníficas a registarem apenas +0,20% em agosto. Depois de encerrada a última época de ganhos, os resultados das grandes empresas tecnológicas demonstraram mais uma vez as dificuldades de rentabilizar a IA a curto prazo.

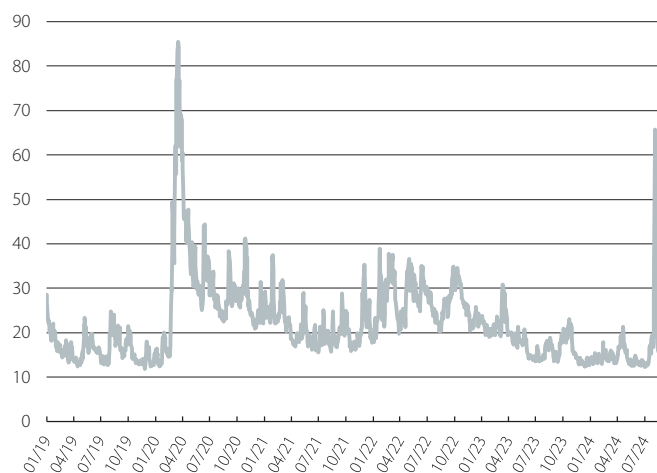
O reajustamento das expectativas acerca da Fed veio para ficar, por enquanto. Os mercados monetários de futuros também abrandaram, mas em menor grau. Os mercados penaliza-

Japão: taxa de juro oficial e taxa de câmbio (lene por dólar)



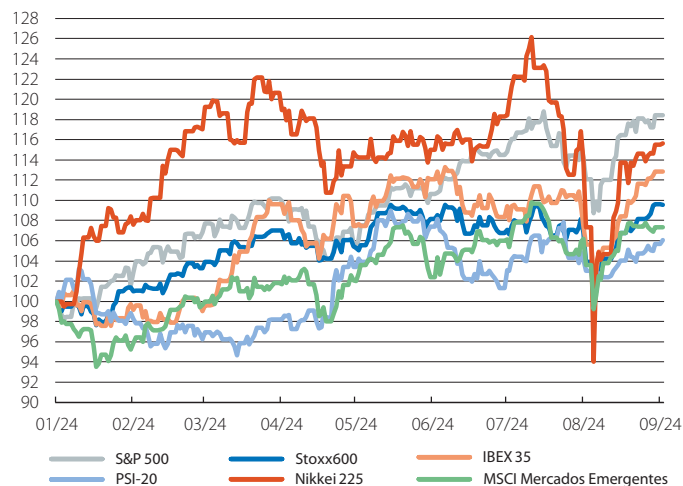
Índice VIX de Volatilidade

Índice (máximo diário)



Bolsas de valores de economias desenvolvidas

Nível (100 = 1 de janeiro de 2024)



ram fortemente, no auge da volatilidade, a decisão da Fed de manter as taxas de juro no intervalo 5,25%-5,50% na reunião de julho. A especulação sobre uma redução das taxas começou antes da reunião de setembro e atribuíram uma probabilidade de quase 100% de que a Fed reduziria as taxas em 50 p.b., em vez de 25 p.b., na reunião de setembro. Atualmente, essa probabilidade é de apenas 35%. A expectativa de que o Fed fará 100 p.b. de cortes ao longo do ano, em comparação com os 50 p.b. descontados antes dos dados sobre o emprego, não se alterou. Na origem desta expectativa está o facto de a Fed ter mudado o enfoque da inflação para os riscos do mercado de trabalho, observando que qualquer novo arrefecimento não seria bem-vindo. Acresce que Powell sublinhou que a Fed tem uma ampla margem de manobra para atuar face a quaisquer riscos, sugerindo que poderá ser mais agressiva na sua flexibilização monetária. Portanto, embora seja quase certo que a Fed baixe as taxas em setembro, dado que Powell declarou que «chegou o momento de a política monetária se ajustar», a velocidade e a intensidade dos movimentos subsequentes serão definidas pela evolução do mercado de trabalho nos próximos meses. O reajustamento das expectativas nos EUA fez com que as *yields* dos *treasuries* caíssem até 35 p.b. durante o mês de agosto no *benchmark* a 2 anos, particularmente sensível à política monetária de curto prazo.

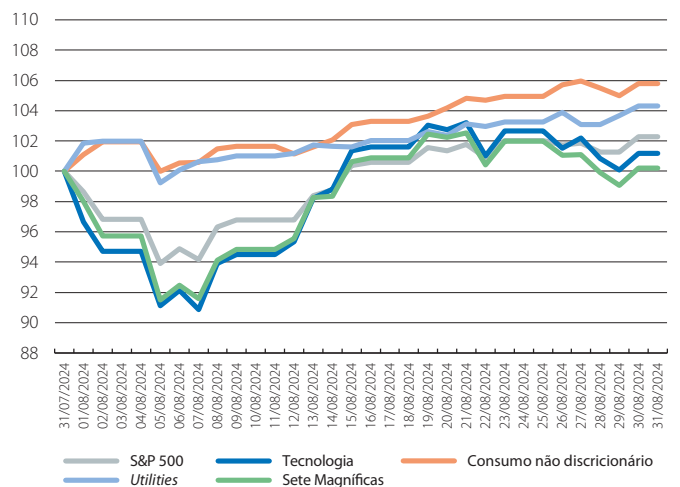
O BCE não altera as suas perspetivas, mas apela à prudência. O ajustamento das expectativas para o BCE foi muito menor e, após alguma volatilidade inicial devido ao efeito de contágio dos movimentos nos EUA, foi reconfirmada a aposta de mais dois cortes de 25 p.b. cada para o resto do ano. O BCE argumentou que, em geral, os dados recentes permitem novos cortes nas taxas enquanto o processo de desinflação continuar, destacando positivamente o abrandamento do crescimento dos salários. Não obstante, o BCE adotou um tom geralmente cauteloso e defendeu uma abordagem gradual à formulação da política monetária. Como resultado, as *yields* das obrigações soberanas da Zona Euro terminaram o mês praticamente estáveis.

O dólar perde força. Os mercados cambiais foram largamente afetados pelo reajustamento das expectativas das taxas de juro dos EUA. O dólar enfraqueceu 2,30% face aos seus principais pares e atingiu níveis de 1,12 dólares/euro face ao euro, antes de fechar em 1,10 dólares/euro. O iene oscilou num intervalo de 154-144 ienes/dólar, fixando-se finalmente em 146 ienes/dólar, o que implica uma apreciação de 5% desde o anúncio do BoJ.

As matérias-primas mantiveram-se à margem. Os seus preços continuaram, assim, a responder principalmente aos fundamentos do mercado, e mesmo o aumento das tensões geopolíticas no Médio Oriente foi insuficiente para desencadear uma recuperação significativa dos preços do crude e do gás. Perto do final do mês, as pressões descendentes sobre os preços do petróleo intensificaram-se devido às crescentes dúvidas sobre a procura nos EUA e na China, num contexto de contínua fraqueza da atividade industrial e de um aumento da oferta mundial de crude. O preço do barril de petróleo Brent atingiu os 73 dólares, um mínimo do ano e anulando os ganhos acumulados em 2024.

Setores do S&P 500

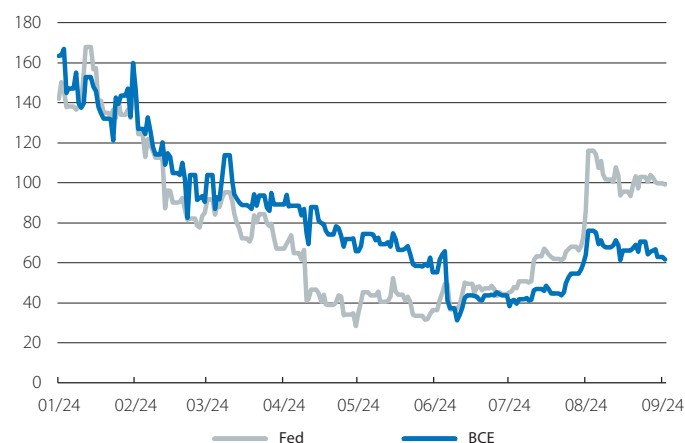
Nível (100 = 31 de julho de 2024)



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

Redução prevista das taxas de juro até dezembro de 2024

(p. b.)

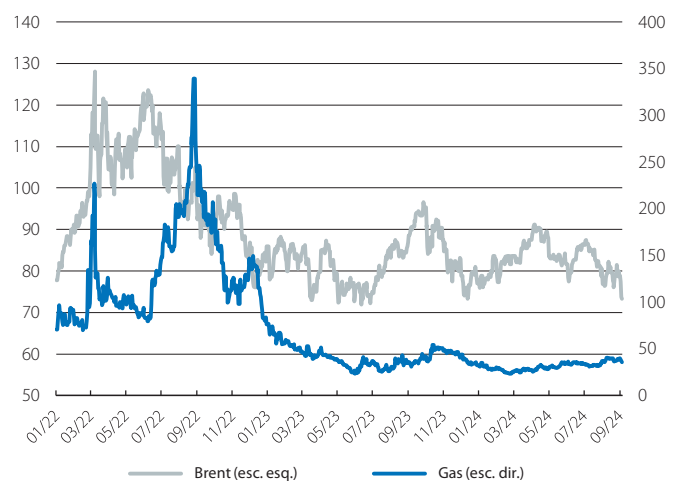


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços do petróleo e do gás

(Dólar/barril)

(Euro/MWh)



Notas: Gás natural TTF e petróleo Brent.

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

Taxas de juro (%)

	31-agosto	31-julho	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,25	4,25	0	-25,0	25,0
Euribor 3 meses	3,49	3,65	-16	-41,9	-10,7
Euribor 12 meses	3,09	3,39	-30	-42,5	-105,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,83	3,00	-18	-43,7	-79,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,39	2,53	-14	-1,3	-86,9
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,30	2,30	0	27,5	-13,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,13	3,12	2	14,0	-30,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,91	2,93	-1	25,5	-27,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 meses	5,02	5,24	-22	-31,5	-25,2
Dívida pública a 1 ano	4,40	4,74	-34	-36,0	-99,4
Dívida pública a 2 anos	3,92	4,26	-34	-33,3	-101,9
Dívida pública a 10 anos	3,90	4,03	-13	2,4	4,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-agosto	31-julho	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	55	-2	-6,2	-21,1
Itraxx Financeiro Sénior	60	62	-1	-6,7	-24,1
Itraxx Financeiro Subordinado	107	111	-4	-15,4	-50,7

Taxas de câmbio

	31-agosto	31-julho	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,105	1,083	2,1	0,1	1,2
EUR/JPY (ienes por euro)	161,490	162,360	-0,5	3,7	2,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,841	0,842	-0,1	-2,9	-2,1
USD/JPY (ienes por dólar)	146,170	149,980	-2,5	3,6	1,0

Matérias-primas

	31-agosto	31-julho	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	536,4	535,2	0,2	5,1	-3,0
Brent (\$/barril)	78,8	80,7	-2,4	2,3	5,6
Ouro (\$/onça)	2.503,4	2.447,6	2,3	21,3	30,3

Rendimento variável

	31-agosto	31-julho	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.648,4	5.522,3	2,3	18,4	26,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.958,0	4.872,9	1,7	9,7	12,7
Ibex 35 (Espanha)	11.401,9	11.065,0	3,0	12,9	18,2
PSI 20 (Portugal)	6.760,2	6.708,4	0,8	5,7	12,9
Nikkei 225 (Japão)	38.647,8	39.101,8	-1,2	15,5	14,5
MSCI emergentes	1.099,9	1.084,8	1,4	7,4	9,4

Com a inflação relativamente sob controlo no cenário internacional, agora o foco está no crescimento

A economia mundial continua a evoluir a diferentes ritmos no 2T. Estados Unidos continuam a demonstrar uma resistência notável e surpreenderam ao registarem um crescimento de 0,7% em termos homólogos trimestrais (vs. 0,4% no 1T), o que implicará automaticamente uma revisão em alta das nossas previsões de crescimento para 2024 (atualmente 2,4%). Enquanto isso, o Reino Unido e o Japão estão a crescer a taxas bastante elevadas (0,6% e 0,8%, respetivamente). A Zona Euro, por sua vez, o crescimento trimestral situou-se em 0,2%, após 0,3% no 1T, mas existe uma disparidade substancial entre os países. A Alemanha registou um decréscimo de 0,1%, enquanto a França e a Itália cresceram ligeiramente acima do previsto (ambos 0,2%), ao passo que a Espanha se destacou positivamente, repetindo os robustos 0,8% do 1T. Por último, a China desiludiu com um crescimento de 0,7%, um mínimo de dois anos. No 3T, parece pouco provável que o crescimento das principais economias acelere em relação ao 2T.

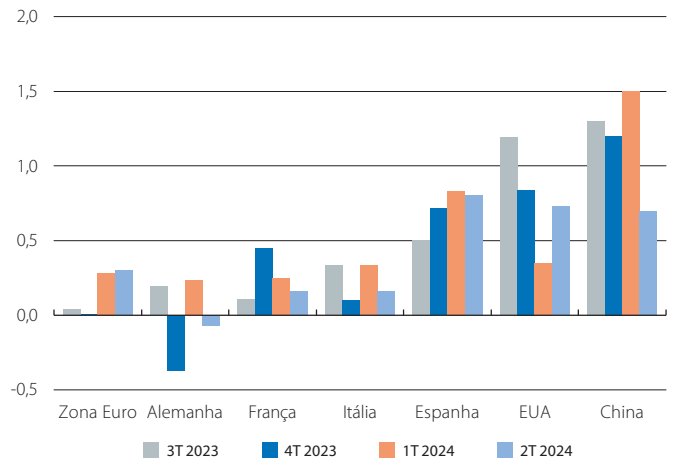
O mercado de trabalho nos Estados Unidos está a começar a mostrar sinais de moderação. Os dados relativos ao emprego têm sido um dos principais agentes no último mês. Em julho, a criação de emprego não-agrícola foi negativa ao atingir apenas 89.000 (após uma revisão em baixa), com a taxa de desemprego a subir 0,2 p. p. para 4,3%. O mercado teve uma reação muito intensa (ver Situação do mercado) ao aparente sinal de recessão indicado pelo aumento da taxa de desemprego: a regra de Sahm estipula que quando a média da taxa de desemprego dos últimos 12 meses é 0,5 p. p. superior ao mínimo registado nos últimos 12 meses, estamos à beira de uma recessão. Consideramos que esta hipótese é extrema e, além disso, não corresponde à mensagem enviada pela criação de emprego em agosto: 142.000 novos postos de trabalho e a taxa de desemprego desceu 0,1 p. p. para 4,2%. É evidente que nos últimos meses a criação de emprego está a abrandar (a média mensal de criação de emprego no 1S foi superior a 200.000), desempenho que reflete uma normalização ordenada do mercado de trabalho, associada a um certo abrandamento da economia já na segunda metade do ano, devido ao impacto do aperto monetário, pelo que acreditamos que a possibilidade de uma recessão no curto prazo é muito reduzida.

Por sua vez, os principais indicadores do clima empresarial e da confiança dos consumidores sugerem que poderemos assistir a um novo abrandamento do setor industrial no 3T. Os PMI de julho (54,3) e agosto (54,1) estão acima da média do 2T (53,5) e excedem nitidamente o limiar de 50 que aponta para um crescimento positivo. Este desempenho positivo pode ser explicado pelo dinamismo renovado registado nos serviços (55,2 em agosto), que mais do que compensa a deterioração substancial registada na indústria (48,0). Os dados *hard* de julho apontam nesta direção: em termos de taxas mensais, as vendas a retalho subiram 1,0% e o consumo das famílias 0,4%, enquanto a produção industrial desceu 0,6% e os pedidos de bens de capital, excluindo os transportes e a defesa (*proxy* do investimento em capital fixo), desceram 0,1%.

A inflação nos EUA continua a diminuir lentamente. Em julho, tanto a inflação global como a inflação subjacente desceram 0,1 p. p. para 2,9% e 3,2%, respetivamente, enquanto o deflador do consumo privado permaneceu inalterado em termos homólogos

Global: PIB

Variação em termos trimestrais (%)

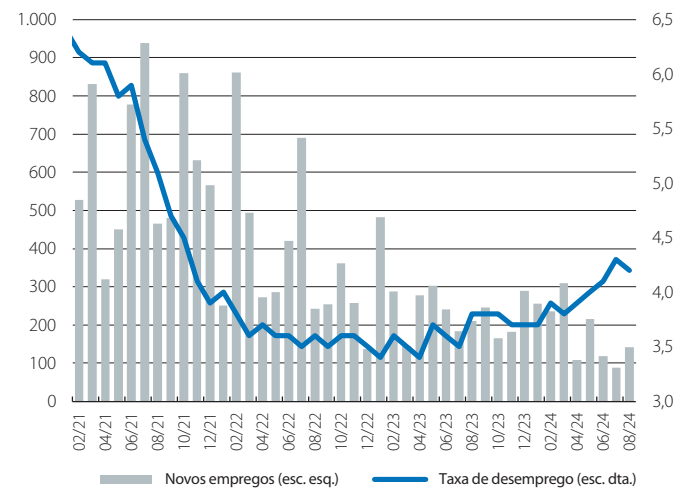


Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat, do Bureau of Economic Analysis e do Instituto de Estatística da China.

EUA: mercado de trabalho

(Milhares de pessoas)

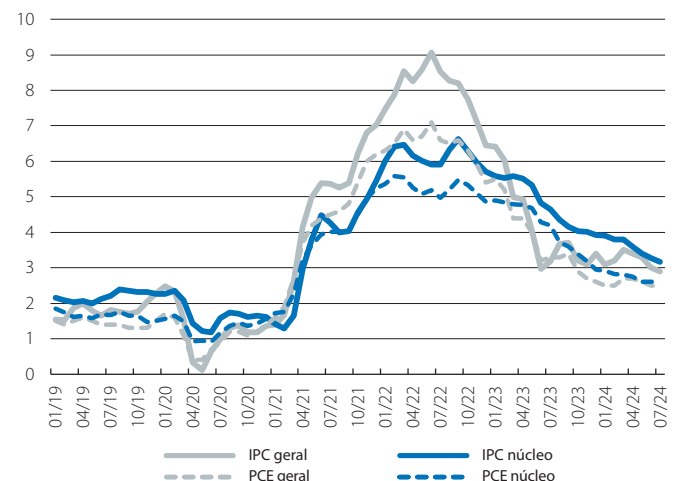
(%)



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.

anuais a 2,5% para a inflação global e 2,6% para a inflação subjacente. Apesar de o progresso na convergência da inflação para 2,0% ter abrandado nos últimos meses, as expectativas estão bastante alicerçadas, o que explica a alteração do discurso da Fed (ver Market Outlook).

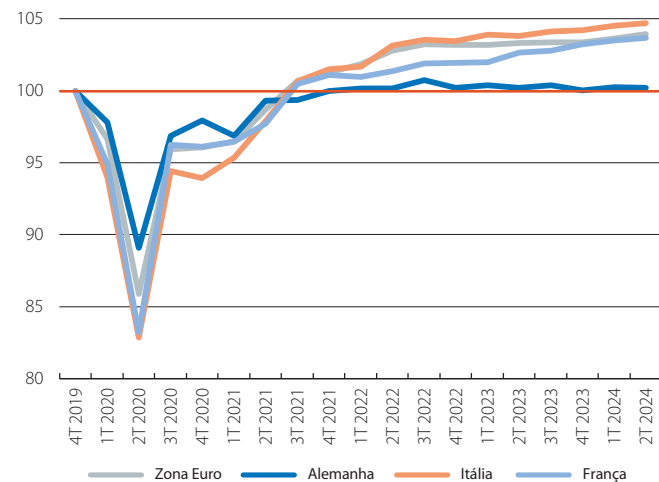
A fragilidade da Alemanha condiciona a Zona Euro no seu conjunto. O PIB alemão diminuiu no 2T (-0,1% em termos homólogos trimestrais) e a evolução no verão dos principais indicadores de clima industrial e de confiança reduz as possibilidades de uma recuperação significativa da atividade no 3T. De acordo com o ZEW, em agosto, a percentagem de inquiridos que não preveem qualquer alteração da situação subiu para quase 50%; o Ifo desceu em julho e agosto para 86,6 (100 indica um crescimento próximo da sua média), e os PMI diminuíram nos meses de verão abaixo do limiar de 50, que indica um crescimento positivo. Tudo indica que a economia não será capaz de recuperar a curto prazo, o que sugere uma revisão em baixa do já crescimento moderado de 0,2% estimado para 2024. Relativamente às outras grandes economias da Zona, é de salientar o «efeito de arrastamento» para a economia francesa da realização dos Jogos Olímpicos em Paris: em agosto, os indicadores de clima e de confiança das empresas atingiram níveis compatíveis com um crescimento no 3T superior ao do 2T, graças ao setor dos serviços. Consequentemente, no 3T o PIB no conjunto da Zona Euro poderá manter o ritmo de crescimento registado no 2T, embora os riscos incidam sobretudo no sentido desfavorável.

A inflação mais elevada nos serviços contraria a descida dos preços da energia na Zona Euro. A inflação global desceu em agosto 0,4 p. p. para 2,2%, enquanto a inflação subjacente diminuiu 0,1 p. p. para 2,8%. Para além da notável queda dos preços da energia (-3,0% vs. 1,2%), registou-se ainda uma queda dos preços dos bens (0,4% vs. 0,7%) o que indica que o processo desinflacionista está a começar a estender-se a mais componentes do cabaz. Além disso, a moderação dos salários negociados (3,6% termos homólogos anuais no 2T vs. 4,7%) reduz o risco de uma segunda ronda de tensões inflacionistas. No entanto, a inflação nos serviços ainda é bastante elevada e, em agosto, registou mesmo uma recuperação de 0,2 p. p. para 4,2%, o valor mais elevado desde outubro de 2023, embora o impacto dos Jogos Olímpicos de Paris deva ser tido em conta.

Perspetivas modestas para a economia chinesa no 3T. O setor residencial continua a ser o maior entrave à economia chinesa: os preços da habitação continuam o seu ajustamento e, em julho, diminuíram 7,6% nas habitações novas e quase 14% nas habitações em segunda mão, em comparação com o seu pico cíclico. Além disso, a construção de habitações diminuiu mais de 23% até julho deste ano e a conclusão de habitações quase 22%. O investimento em ativos fixos também não conseguiu recuperar e, ao longo do ano até julho, o seu crescimento abrandou para 3,6% (3,9% até junho). O consumo também não parece estar a recuperar e a aparente recuperação das vendas a retalho em julho (2,7% em termos homólogos anuais vs. 2,0%) deve-se a um efeito de base, com uma repartição por componentes que mostra que as famílias estão a cortar em tudo o que não sejam bens essenciais. A produção industrial também perdeu algum dinamismo em julho (5,1% em termos homólogos anuais vs. 5,3% anteriormente), destacando-se o abrandamento da produção automóvel: em termos homólogos anuais, em comparação com taxas de 9,0% em média no primeiro semestre, e longe das taxas de crescimento de dois dígitos de anos anteriores. Em suma, estas evidências de abrandamento justificariam um maior estímulo fiscal para assegurar o cumprimento do objetivo de crescimento de 5,0% em 2024.

Zona Euro: PIB real

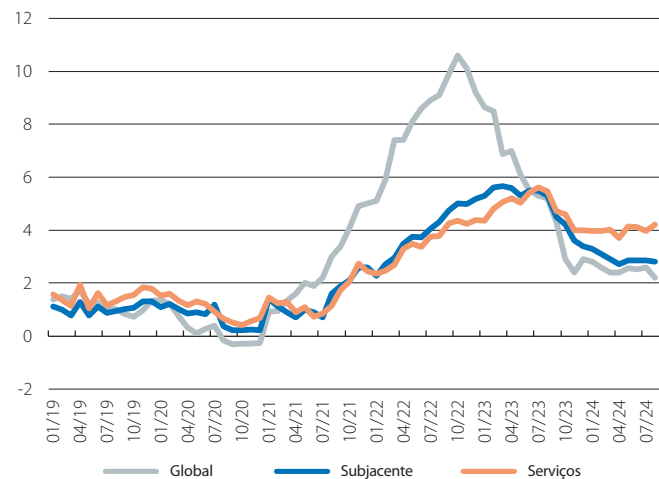
Índice (100 = 4T 2019)



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

Zona Euro: inflação

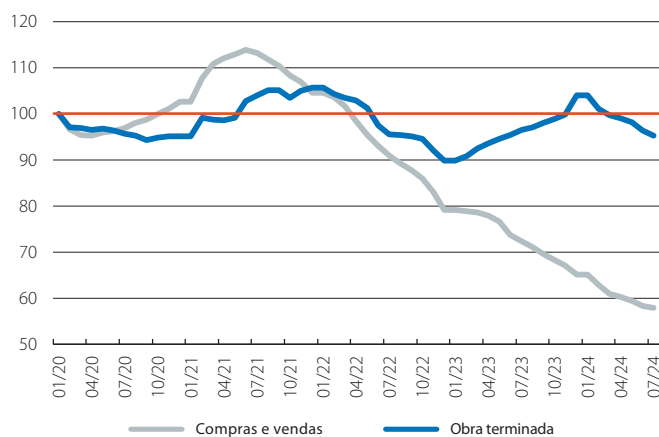
Variação homóloga (%)



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

China: indicadores do setor residencial *

Índice (100 = janeiro 2020)



Nota: * Os dados referem-se às superfícies totais (em milhões de m²) construídas e vendidas, utilizando médias de 12 meses (excluindo janeiro e fevereiro de cada ano).

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

Aumento do défice e da dívida: o futuro das finanças públicas dos EUA

O Congressional Budget Office dos EUA (CBO) publica anualmente um relatório com projeções a 10 anos sobre as receitas e despesas públicas, os excedentes ou défices daí resultantes e a dívida pública necessária para financiar o governo federal. Para a elaboração destas projeções, parte-se do pressuposto de que, ao longo da próxima década, tanto as receitas como as despesas seguem as tendências marcadas pelas políticas atuais e de que a inflação e o crescimento do PIB são, em média, de 2,0% e 1,8%, respetivamente. Tal como todos os exercícios deste tipo, as projeções publicadas pelo CBO não pretendem dar uma medida exata da posição futura das finanças públicas (ninguém pode prever uma mudança na legislação ou o início de um choque económico), mas fornecem uma imagem clara da situação orçamental atual e da sua possível evolução sob diferentes pressupostos.

Neste contexto, o relatório publicado em junho pelo CBO mostra que, sem alterações substanciais nas atuais políticas orçamentais, a deterioração das finanças públicas na próxima década seria acentuada: o défice seria de 7% do PIB em 2034, muito acima dos 3,7% históricos, e a dívida pública estaria numa trajetória ascendente para atingir novos máximos de 122% do PIB.

Os juros da dívida e as despesas com programas sociais aumentarão a despesa pública total

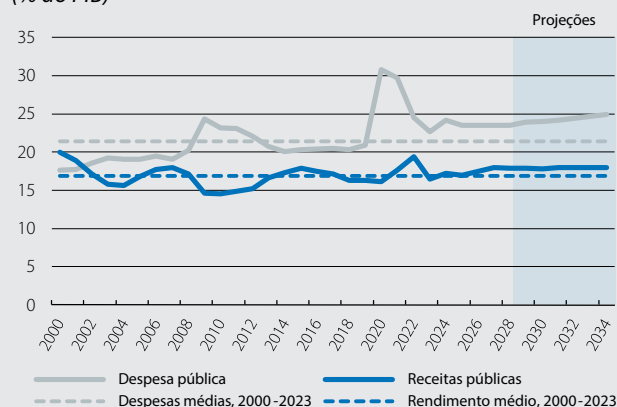
Em 2024, prevê-se que a despesa pública atinja 6,8 biliões de dólares e, em 2034, 10,3 biliões de dólares, ou seja, 24% e 25% do PIB, respetivamente, em comparação com a sua média histórica de 21%. Este aumento será impulsionado pelas chamadas rubricas «obrigatórias» (*mandatory*) e por um aumento das despesas com juros. As despesas obrigatórias, que incluem compromissos como a segurança social e os cuidados de saúde, serão impulsionadas principalmente pelo envelhecimento da população e pelo aumento dos custos dos cuidados de saúde.¹ De facto, prevê-se que, até 2034, as despesas de saúde em percentagem do PIB sejam o dobro da média dos últimos 50 anos. Também os pagamentos de juros aumentarão, passando de 2,4% do PIB em 2024 para 4,1% em 10 anos, o valor mais elevado desde 1940, e atingindo o mesmo valor que as despesas do Medicare,² principalmente devido ao aumento da dívida (a taxa média projetada para a *yield* de 10 anos do *Treasury* é de 3,80%, , próxima da média dos últimos 20 anos). Em contrapartida, as despesas discricio-

1. Segundo as estimativas do CBO, o número de beneficiários da segurança social está a crescer mais rapidamente do que a população total e o custo dos cuidados de saúde por beneficiário está a crescer mais rapidamente do que o PIB per capita.

2. O Medicare é o programa de cuidados de saúde para pessoas com mais de 65 anos e pessoas com determinadas deficiências.

EUA: projeções do CBO para as despesas e receitas públicas

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do CBO e do Tesouro dos EUA.

nárias, que são as despesas aprovadas anualmente pelo Congresso e que incluem rubricas como a defesa, os transportes e a educação, seriam reduzidas ao longo da próxima década para um mínimo histórico de 5,5% do PIB em 2034 (6,3% em 2024).

As receitas aumentarão se as reduções fiscais não forem prolongadas

Estima-se que, até 2024, as receitas públicas totalizem 4,9 biliões de dólares, 17% do PIB, e que aumentem gradualmente para 7,5 biliões de dólares, 18% do PIB, até 2034, ligeiramente acima da média de 17% do PIB nos últimos 20 anos, depois de os cortes fiscais promulgados em 2017 sob a presidência de Trump expirarem no final de 2025.³ Deste modo, as receitas provenientes dos impostos sobre as empresas, do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares e das contribuições para a segurança social, que fornecem mais de três quartos de todos os recursos do governo federal, aumentarão de 15,5% para 16,7% do PIB. As restantes receitas manter-se-ão relativamente estáveis em termos de PIB nos próximos anos.

Défice e dívida pública atingem máximos históricos

Com base nas projeções do CBO, o défice orçamental em 2024 será de 1,9 biliões de dólares, ou seja, 7% do PIB, e em 2034 aumentará para 2,8 biliões de dólares, ou seja, 6,9% do PIB. Isto implica que, no final do período de projeção, o défice em termos do PIB será ainda o dobro da média dos cinco anos anteriores à pandemia. Será também a primeira vez desde 1930 que o défice excederá 5,5% do PIB durante mais de cinco anos consecutivos. A

3. A lei *Tax Cuts and Jobs Acts* reduziu o imposto sobre as sociedades de 35% para 21% e reduziu as taxas máximas de cada escalão do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares.

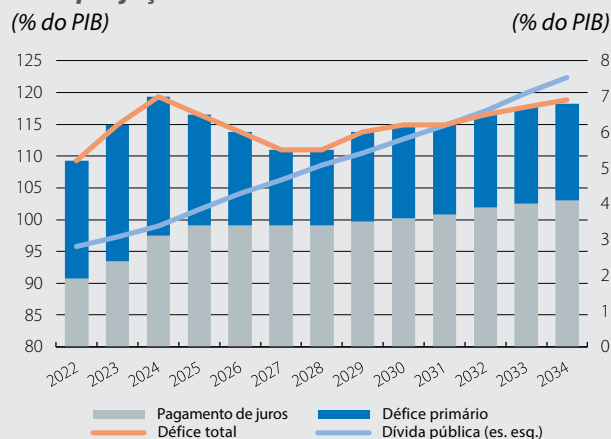
redução do déficit primário, que exclui os juros da dívida, passará de 3,9% do PIB para 2,8%, abaixo mesmo da média de 4,1% da última década, mas será insuficiente para compensar o aumento das despesas com juros acima referido. Consequentemente, estes défices mais elevados serão financiados por uma maior emissão de dívida pública, que passará de 28,2 biliões de dólares (99% do PIB) para 50,6 biliões de dólares (122% do PIB) em 2024.

O que é que pode mudar?

Independentemente de eventuais choques económicos inesperados que possam alterar significativamente as previsões de crescimento, inflação e taxas de juro no cenário de base do CBO, o principal fator determinante da evolução orçamental futura será a política orçamental da administração resultante das próximas eleições. Contudo, as propostas económicas conhecidas até agora de ambos os candidatos visam antes agravar as perspetivas orçamentais já deterioradas: desde a expansão das despesas com programas sociais até novos cortes no imposto de rendimento de pessoas físicas e jurídicas. *A priori*, não parece que nenhum dos dois principais partidos políticos pretenda adotar políticas destinadas a reduzir o déficit público, o que pode, no entanto, responder a uma estratégia eleitoral.

Mas as promessas de campanha são uma coisa, a realidade é outra. Com efeito, tanto a Reserva Federal como várias instituições lançaram avisos sobre a trajetória da dívida, que consideram insustentável. A própria agência de *rating* Moody's baixou a perspetiva da dívida dos EUA de estável para negativa em novembro passado. Até à data, os mercados financeiros não se têm mostrado demasiado preocupados com a sustentabilidade orçamental dos EUA, mas a história (como o «efeito Truss» no Reino Unido) alerta-nos para o facto de a sensibilidade dos «*bond vigilantes*» poder despertar subitamente para um cenário orçamental cada vez pior. E a falta de transparência dos planos orçamentais constitui um risco para os mercados financeiros.

EUA: projeções de déficit e dívida do CBO



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

O desfasamento entre os EUA e a China acentua a fragmentação da economia global

Os dados dos últimos trimestres parecem apoiar a hipótese de que a globalização está a mudar comparativamente às três décadas anteriores. A partir destes dados, há cada vez mais indícios de dois grandes fenómenos: o abrandamento do comércio de bens, mas não dos serviços, e a crescente fragmentação do comércio e da produção mundiais. A China, cada vez mais relevante na produção industrial mundial, produzindo bens mais sofisticados (o que favorece o desligamento de outras economias num momento geopolítico complexo) e desligando-se cada vez mais dos EUA através de mais canais, é o epicentro destes fenómenos.

De uma globalização de bens... para uma globalização dos serviços?

Em 2023, o comércio mundial de bens prolongou o abrandamento gradual que começou na década passada com a transição da China para um maior peso do consumo interno. O valor de 2023 explica-se principalmente pela contração do comércio na Europa, ainda afetado pelos elevados preços da energia. No entanto, este abrandamento não se verificou no comércio de serviços, que continuou a crescer a taxas elevadas (as exportações mundiais de serviços em termos correntes cresceram 8,4% em 2023, em comparação com um crescimento médio anual de 4,6% entre 2012 e 2019), embora continue a representar uma percentagem muito inferior do comércio mundial: cerca de 7,5% do PIB mundial, em comparação com o comércio da indústria transformadora que representa mais de 15%, embora a diferença tenha diminuído (em 2008 representavam 6,3% e 16,4% do PIB mundial, respetivamente).

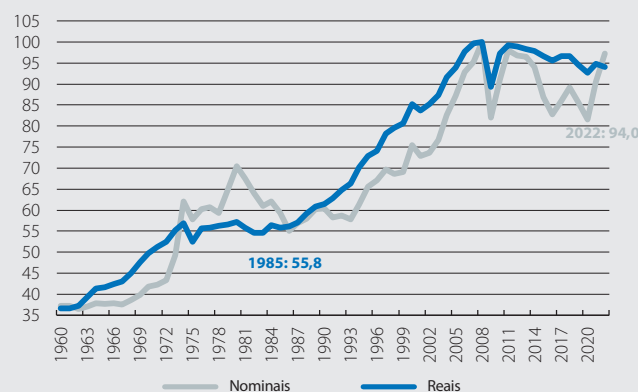
Em contrapartida, a força do dólar e, em geral, o endurecimento das condições financeiras no conjunto do ano de 2023, representaram também um entrave adicional ao crescimento do comércio de bens, uma vez que tende a dificultar o financiamento de processos produtivos e de exportação complexos, como explicámos nesta primeira análise do estado da globalização.¹

Assim, se as esperadas reduções de taxas por parte da Fed e de outros bancos centrais se concretizarem nos próximos trimestres, as condições financeiras globais tenderão a aliviar-se e o dólar deverá prolongar a depreciação das últimas semanas, favorecendo assim uma melhoria do comércio mundial de mercadorias tanto em 2024 como em 2025 (a OMC prevê que o comércio de bens cresça 2,6% e 3,3% ao ano nestes anos, respetivamente). O volume das exportações mundiais no primeiro trimestre, bem como os dados comerciais dos países asiáticos até ao verão, já revelam

1. Ver o Focus «*Quo vadis, globalização?* (parte I): o longo abrandamento», no IM10/2023.

Evolução do rácio das exportações de mercadorias em relação ao PIB mundial

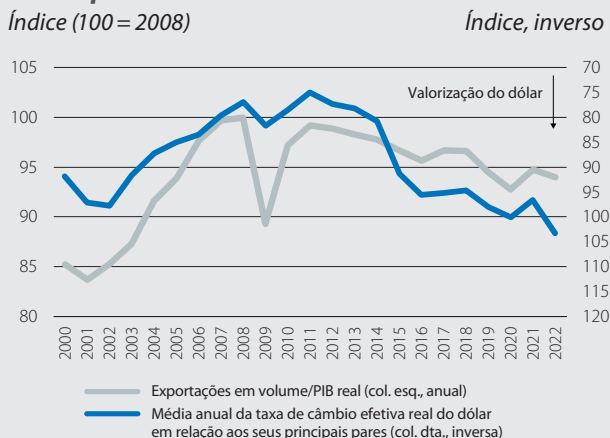
Índice (100 = 2008)



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMC e do Banco Mundial.

Exportações mundiais de bens/PIB desempenho do dólar

Índice (100 = 2008) Índice, inverso



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMC, do Banco Mundial e da Bloomberg.

alguma melhoria este ano.

A economia global mostra sinais de fragmentação entre setores e métricas

Para além do abrandamento do comércio de bens, há também indícios de uma maior fragmentação das cadeias globais de valor (CGV) e do comércio conjunto. Diversos estudos registaram o abrandamento do comércio entre os blocos geopolíticos na sequência da guerra na Ucrânia, com o comércio intra-bloco a crescer mais rapidamente do que o comércio inter-bloco.² Do mesmo modo, a desconexão entre a China e os EUA também continua, com o comércio de bens e serviços entre os dois países entre

2. Ver Blanga-Gubbay, M. e Rubínová, S. (2023). «Is the global economy fragmenting?». WTO Staff Working Papers ERSD-2023-10, World Trade Organization (WTO), Economic Research and Statistics Division.

2018 e até agora em 2024 a crescer 25 p. p. menos do que o comércio dos EUA com o resto do mundo (sendo o México o principal beneficiário).

Tais sinais de fragmentação não se verificam apenas no comércio de mercadorias. Os EUA estão a importar serviços de valor acrescentado, com maior preferência por países próximos e politicamente alinhados. As suas importações de serviços TIC (que vão desde as atividades de TI até aos serviços financeiros) de outros países desenvolvidos, como a Zona Euro e o Canadá, têm vindo a aumentar de forma constante desde 2018, à custa das importações asiáticas, principalmente da Índia.

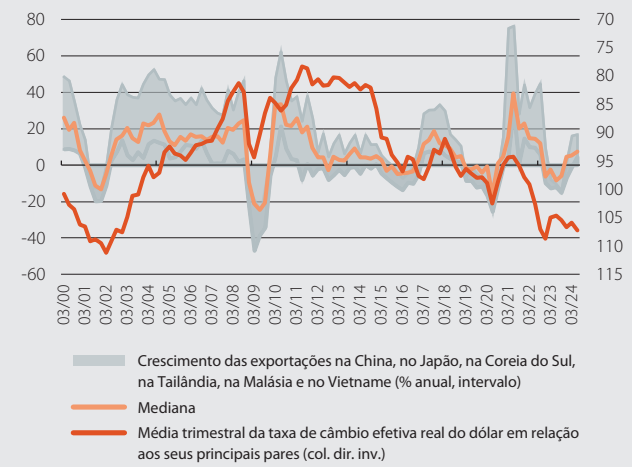
Os fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) também estão a ser afetados pela fragmentação, reorientando-se para países mais próximos, numa tendência que tem vindo a aumentar nos últimos anos e que é particularmente acentuada em setores sensíveis à transição digital e ecológica.³ Esta tendência é evidente nos fluxos dos EUA para a China (e vice-versa), embora as empresas da Zona Euro tenham mesmo aumentado o seu investimento na China nos últimos anos. Ainda no que diz respeito ao IDE, o principal beneficiário da desconexão sino-americana é o México, que beneficiou grandemente dos subsídios IRA dos EUA.

A dimensão da China distorce o panorama mundial

Uma ressalva a ter em mente ao analisar as tendências globais é que a grande dimensão das economias da China e dos EUA pode distorcer o quadro geral. Isto pode distorcer o quadro geral, pelo que se deve ter cuidado ao tirar conclusões sobre a globalização. Em especial no caso da China e das CGV, dado o papel de liderança do país na produção industrial mundial: Em 2020 (o último ano para o qual existem dados disponíveis), a China produziu 35,4% dos bens transformados a nível mundial, um valor equiva-

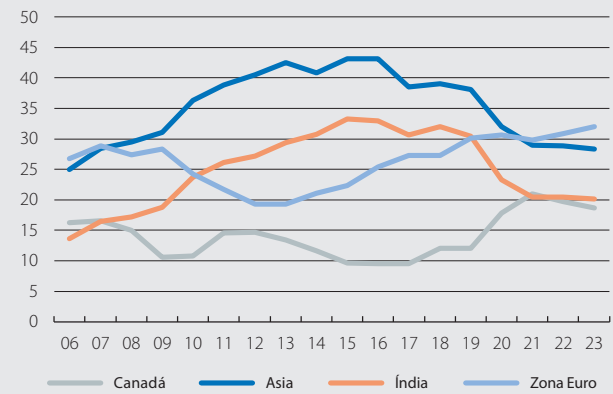
O crescimento das exportações das principais economias asiáticas e a evolução do dólar

Crescimento homólogo (%) Índice, inverso



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

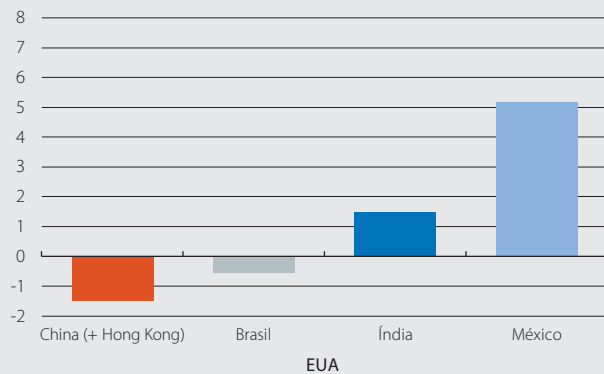
Importações de TIC dos EUA por país de origem (% do total das importações de TIC)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis.

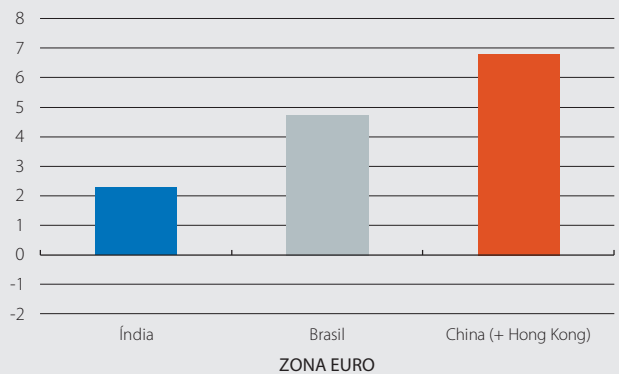
Aumento do IDE proveniente dos EUA e da Zona Euro pós-COVID

(Milhares de milhões de dólares)



Nota: Diferença entre a média pós-COVID (2T 2021-1T 2024) e pré-COVID (2009-2019) da soma móvel de 4 trimestres dos fluxos de IDE. Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Economic Analysis e do BCE.

(Milhares de milhões de euros)



3. Ver FMI. Research Dept. (2023). «Chapter 4: Geoeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment». World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery.

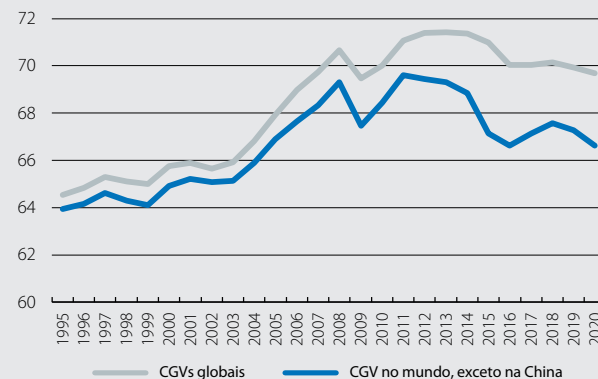
lente ao produzido pela soma dos nove países mais importantes seguintes: Estados Unidos, Japão, Alemanha, Índia, Coreia do Sul, Itália, França, Taiwan e Brasil.

Considerando o quadro geral da situação das CGV, estas já atingiram o auge do seu desenvolvimento, mas isso não dá uma imagem demasiado negativa da fragmentação da economia mundial. As cadeias de valor chinesas continuam, no entanto, a ser altamente complexas e cada vez mais domésticas, ou seja, o país tornou-se mais sofisticado e virou-se para o seu mercado interno. Em contrapartida, as do resto do mundo estão a tornar-se mais curtas, embora não estejam a tornar-se mais domésticas, mas sim, provavelmente, e à luz do que já foi dito, regionalizadas.

O grau de sofisticação da economia chinesa pode ser visto, por exemplo, na sua liderança no fabrico de automóveis elétricos. Em 2023, a China foi o maior exportador mundial de automóveis elétricos, o que, aliado ao forte crescimento do fabrico e exportação de automóveis com motor de combustão interna, fez do país o maior exportador mundial de automóveis em 2023.⁴ O atual contexto de realinhamento geopolítico no Ocidente torna estes bens vulneráveis a barreiras comerciais, o que poderá aprofundar a fragmentação da economia global nos próximos trimestres.

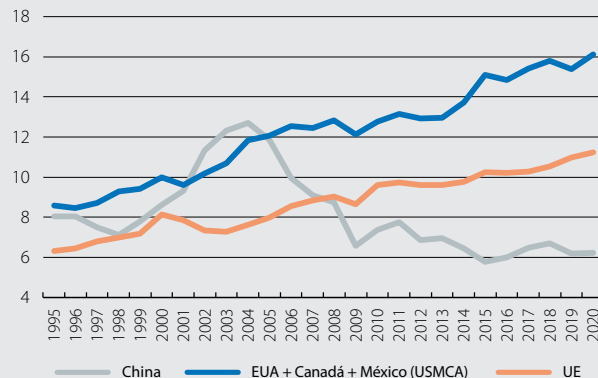
Em suma, a fragmentação da economia mundial é cada vez mais evidente, embora com um epicentro claro na China e na sua relação com os EUA. Condições financeiras mais flexíveis e um dólar um pouco mais fraco nos próximos trimestres deverão favorecer o comércio mundial de bens, embora se a UE se desligar da China de uma forma semelhante à dos EUA, isso possa constituir um novo golpe para a globalização tal como a conhecíamos até à última década.

Profundidade das cadeias globais de valor (CGV)
(% da produção de bens transformados - média da produção total de bens transformados)



Fonte: BPI Research, com base em dados da OCDE (TIVA).

Localização das cadeias globais de valor (CGV)
(% de importações de bens intermédios em percentagem da sua produção)



Fonte: BPI Research, com base em dados da OCDE (TIVA).

4. Ver Ng Shing, E. e Santana, R. (2024). *Data Blog - trade data reveal changing patterns in electric vehicles market*, WTO Blog.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Atividade									
PIB real	1,9	2,5	2,9	3,1	2,9	3,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	4,6	5,0	2,9	3,4	3,6	3,4	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	109,0	102,7	106,3	98,9	97,8	101,9	103,3
Produção industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	0,2	1,1	–0,2	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,6	46,9	49,1	48,8	48,5	46,8	47,2
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.380	1.481	1.407	1.340	1.329	1.238	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	316	321	325	329	330	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3	4,2
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	60,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	8,0	4,1	3,5	3,2	3,2	3,2	3,0	2,9	...
Taxa de inflação subjacente	6,2	4,8	4,4	4,0	3,8	3,4	3,3	3,2	...

JAPÃO

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Atividade									
PIB real	1,2	1,7	1,3	0,9	–0,9	–0,8	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	36,2	36,5	38,9	37,0	36,4	36,7	36,7
Produção industrial	0,0	–1,4	–3,6	–0,9	–4,3	–2,9	–4,8	–0,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	9,0	13,0	11,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,5	3,3	3,1	2,9	2,5	2,7	2,9	2,7	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	4,3	3,9	3,2	2,2	2,1	1,9	...

CHINA

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,7	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	4,2	8,3	4,7	2,6	2,0	2,7	...
Produção industrial	3,4	4,6	4,2	6,0	5,8	5,9	5,3	5,1	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,7	49,3	49,7	49,8	49,5	49,4	49,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	901	865	841	...	868	872	...
Exportações	7,1	–5,1	–10,8	–3,3	–1,7	...	7,9	6,7	...
Importações	0,7	–5,5	–8,5	0,9	1,6	...	–2,4	7,2	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,0	0,2	–0,1	–0,3	0,0	0,3	0,2	0,5	...
Taxa de juro de referência ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	...	3,5	3,4	3,4
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	...	7,3	7,3	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,2	-2,0	-2,3	-0,7	-0,2	0,3	-0,3	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	2,3	-2,2	-4,8	-3,8	-4,7	-3,4	-3,9	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-16,3	-16,7	-15,5	-14,3	-14,0	-13,0	-13,5
Sentimento económico	102,1	96,4	94,3	94,8	96,0	95,9	96,0	96,0	96,6
PMI indústrias	52,1	45,0	43,2	43,9	46,4	46,3	45,8	45,8	45,8
PMI serviços	52,1	51,2	49,2	48,4	50,0	53,1	52,8	51,9	53,3
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	2,2	1,4	1,4	1,2	1,0	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,7	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,1	3,0	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	8,1	7,7	7,7	7,4	7,2	6,8	6,9	6,5	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	3,5	0,5	0,1	0,2	0,5	0,6	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	1,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	2,6	1,1	0,9	1,3	1,5	1,0	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	4,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,9	-	-	-

Preços

Porcentagem 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	06/24	07/24	08/24
Inflação global	8,4	5,5	5,0	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,2
Inflação subjacente	3,9	5,0	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,9	2,8

Setor externo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Balança corrente	-0,4	1,9	1,5	1,9	2,6	3,1	3,1	...	...
Alemanha	4,2	6,2	5,9	6,2	6,5	6,8	6,8	...	...
França	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	-1,1	-1,1	...	...
Itália	-1,6	0,5	0,0	0,5	1,1	1,6	1,6	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,9	95,1	95,2	95,2	95,0	95,5	95,7

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	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,7	2,7	1,1	0,1	0,3	0,4	0,7	0,6	...
Crédito às famílias ^{2,3}	4,4	1,7	1,1	0,5	0,3	0,3	0,3	0,5	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,8	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,0	5,1	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	2,0	4,4	4,7	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	...
Depósitos									
Depósitos à vista	6,3	-8,5	-11,3	-10,7	-8,8	-5,5	-4,0	-3,6	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	23,2	21,0	18,4	14,4	12,8	11,4	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,4	20,4	19,8	20,1	19,7	18,7	21,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	3,0	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	...

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

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

Atividade: desaceleração saudável

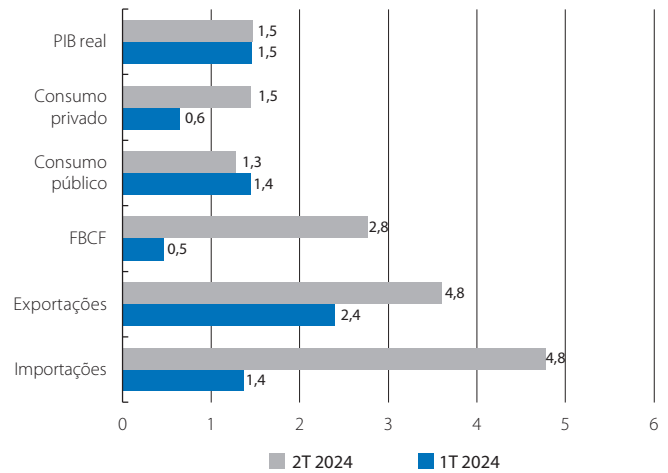
PIB no 2T quase estagna, escondendo aspetos positivos. No 2T, o PIB real apenas cresceu 0,1% em cadeia, uma significativa desaceleração face aos 0,8% registados no 1T. Esta desaceleração foi motivada pelo abrandamento das exportações e pela aceleração das importações, que se refletiu num contributo negativo da procura externa de -0,4 p.p. no crescimento trimestral, quase anulando o contributo positivo da procura interna de +0,5 p.p., suportado pela aceleração da FBCF, com destaque para o investimento em maquinaria e material de transportes. Por sua vez, o consumo privado desacelerou refletindo a contração do consumo de serviços e bens não alimentares não duradouros, cujo pico foi observado no 1T e que no final do 2T se situava 3,6% acima do nível pré pandemia. Em termos homólogos, o ritmo de crescimento manteve-se idêntico ao do 1T (+1,5%). Embora o dado tenha ficado abaixo daquilo que o BPI Research estimava, continuamos razoavelmente otimistas para o andamento da atividade, que na segunda metade do ano será suportada pelo turismo, pela desaceleração da inflação, descida dos custos de financiamento, bem como pelas alterações na política fiscal que se traduzirão num incremento do rendimento líquido de impostos, com impacto positivo no consumo. Também o aumento paulatino das verbas do PRR, cuja taxa de pagamento aos beneficiários finais está a aumentar, suportará a FBCF no 2S 2024. Neste sentido, continuamos a projetar que a economia cresça acima de 1,5% em 2024, sendo que os riscos nos parecem ligeiramente favoráveis, com possibilidade de que fatores internos se reflitam positivamente na atividade; os riscos negativos são sobretudo externos.

Entretanto, os indicadores de atividade relativos ao 3T registam comportamentos mistos. Se, por um lado, o indicador coincidente do Banco de Portugal desacelerou em julho, apontando para um crescimento homólogo de 1,2%, o mesmo indicador para o consumo privado voltou a acelerar também em julho, para 1,8% homólogo, e o indicador diário de atividade, também do Banco de Portugal, sugere aceleração da atividade em agosto. Por sua vez, os indicadores de sentimento relativos a agosto mostram os consumidores mais cautelosos, mas os setores da construção e indústria mais otimistas. Por fim, os dados relativos ao turismo continuam a evoluir favoravelmente, com o número de turistas e dormidas a aumentarem 6% e 5%, respetivamente, enquanto os voos diários cresceram 1,5% homólogo em julho e agosto.

Inflação desacelera para 1,9% em agosto. Menos 6 décimas do que em julho, resultado de uma queda de 1,4% dos preços dos produtos energéticos e de uma desaceleração para 0,8% (2,8% em julho) dos bens alimentares. Excluindo estas duas componentes, a taxa de inflação subjacente estabilizou em 2,4%, confirmando a lentidão do processo desinflationista. Nos próximos meses poder-se-ão observar comportamentos menos benignos, sobretudo na evolução dos preços dos bens energéticos, pois recentemente o Governo anunciou a retirada parcial dos apoios aos combustíveis (nomeadamente o descongelamento parcial da taxa de carbono), em linha com a recomendação da Comissão Europeia. De igual modo, a Galp anunciou que vai atualizar os preços da eletricidade e gás natural a partir de outubro, de 9% e

Portugal: componentes da procura

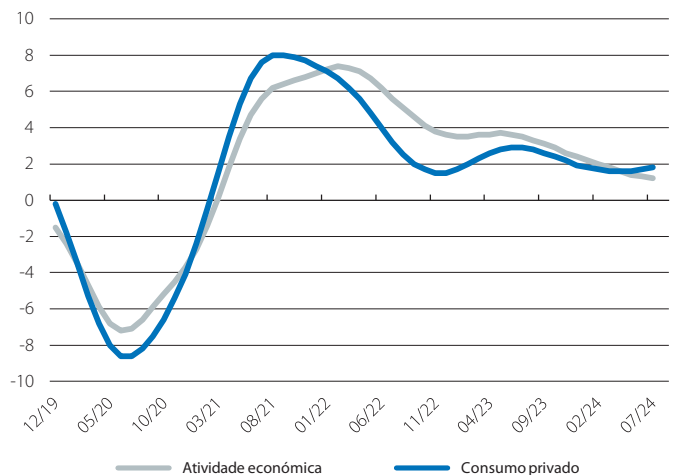
Variação homóloga (%)



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

Indicadores coincidentes

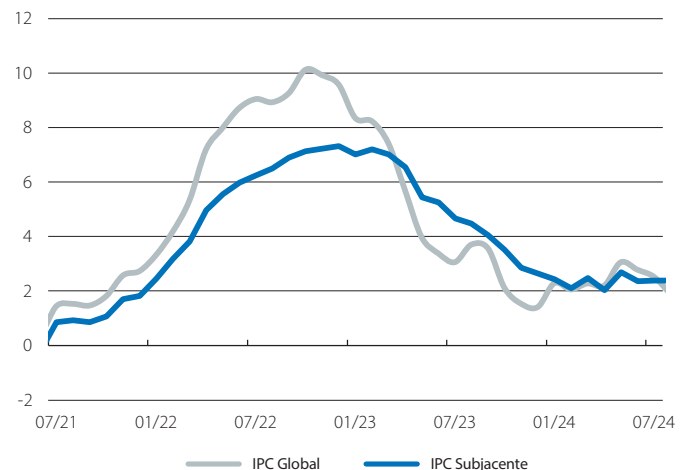
Variação homóloga (%)



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

Taxa de inflação em Portugal

Taxa de variação homóloga (%)



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

16%, respetivamente. Também a ERSE tinha anunciado aumentos de 6,9% nas tarifas e nos preços do gás natural a partir também do próximo mês de outubro no mercado regulado. Estes fatores suportam a nossa expectativa de crescimentos dos preços mais expressivos nos últimos meses do ano. Por outro lado, é de assinalar a resistência da componente subjacente, pondo em evidência a gradualidade do processo desinflationista: acreditamos que no que resta do ano o IPC subjacente vai continuar a flutuar em torno de 2,4%.

Os sinais reforçam a já esperada desaceleração do emprego.

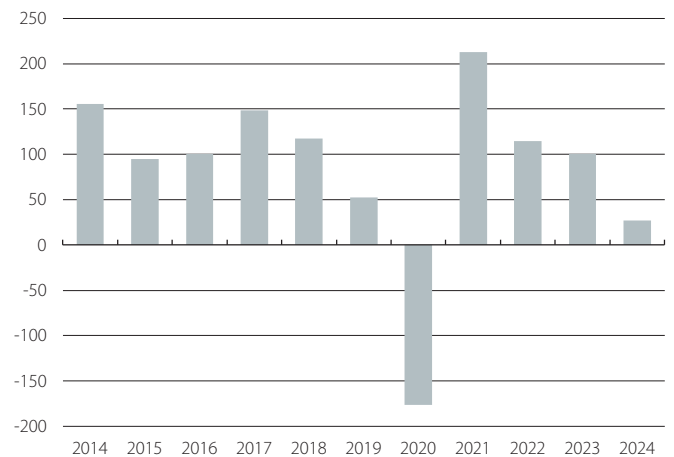
Os dados do 2T revelaram um crescimento homólogo de 1,0% da população empregada (48.500 indivíduos), para um máximo não visto desde o 3T 2008 (de 5.099.900 pessoas). Este comportamento é explicado pelos sectores do comércio & reparação de veículos automóveis e motociclos (44.700 pessoas) e da educação (38.100), contrariado pela queda no alojamento & restauração (-31.100). No entanto, apesar do sinal positivo, o emprego segue uma trajetória de desaceleração (no 1T, tinha aumentado 2.8% homólogo), corroborado pelos dados mensais: de facto, em julho, o emprego aumentou 0,5% homólogo, depois de crescimentos em torno de 2% no início do ano. Outro indicador positivo prende-se com a evolução dos salários: a remuneração bruta real mensal média por trabalhador aumentou 3,6% no 2T, para 1.337 euros, atingindo os 1.056 euros (+3,8%) no caso da componente regular. Estes resultados apontam para a recuperação do poder de compra da população empregada, depois da queda despoletada pelo recente ciclo inflacionista, e um sinal positivo para o dinamismo do consumo privado.

Excedente da balança corrente representa 2% do PIB. Até junho, o saldo da balança corrente atingiu os 2.768 milhões de euros, refletindo melhorias significativas no saldo da balança energética – associada à normalização dos preços da energia – e à melhoria do excedente turístico. Até ao final do ano antecipamos uma redução do excedente externo em percentagem do PIB, na medida em que o défice energético tenderá a estabilizar nos níveis atuais e porque é provável que um ambiente mais propício ao investimento favoreça o incremento das importações. Contudo, o saldo deverá manter-se em terreno positivo, garantindo a redução da dívida externa.

A carteira de crédito ao sector privado não financeiro voltou a terreno positivo. De facto, o stock aumentou 0,5% homólogo em julho, um comportamento suportado pela ligeira recuperação da carteira de crédito à habitação e sólida expansão do crédito ao consumo. Mais concretamente, o crédito à habitação aumentou ligeiramente pelo segundo mês consecutivo (0,4% homólogo), com a recuperação das novas operações de crédito, em torno dos 29% homólogo, a fomentar este desempenho. A redução das taxas de juro ajuda a explicar este comportamento: de facto, as taxas de juro implícitas nos contratos de crédito à habitação continuam a descer gradualmente e, em julho, caíram 0,03 p.p. para cerca de 4,49%. Por sua vez, o crédito ao consumo cresceu 4,5%, mantendo-se um dinamismo expressivo dos novos empréstimos (em quase 11%). Do lado das empresas não financeiras, a queda da carteira voltou a desacelerar (-0,6% homólogo, face a -1,4% no mês anterior), com os novos empréstimos a recuperar de forma expressiva (mais de 12% até julho).

População empregada

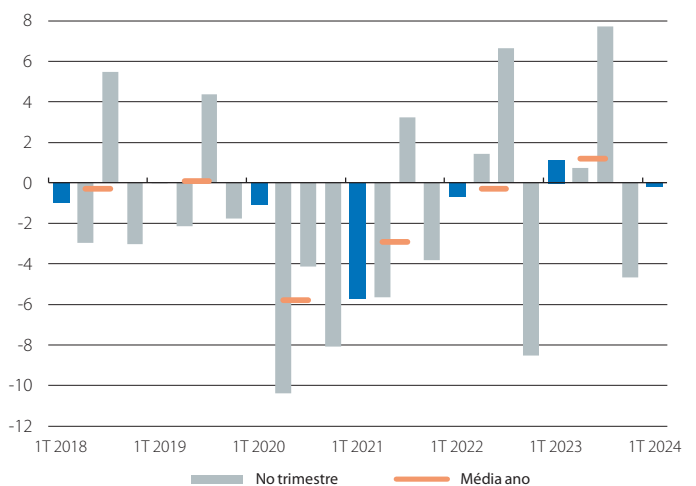
Variação homóloga nos meses de julho (Milhares)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Saldo orçamental (Contabilidade Nacional)

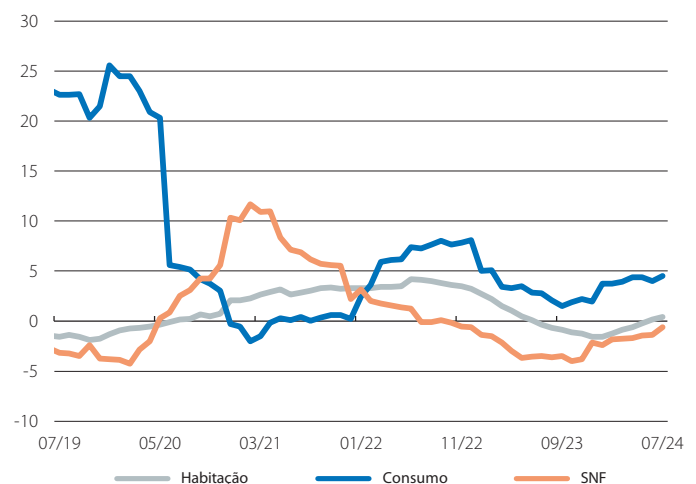
(% do PIB)



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

Carteira de crédito ao sector privado não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



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

A posição de Portugal no Índice de Desenvolvimento das Viagens & Turismo

De acordo com barómetro do Turismo da ONU,¹ apesar do crescimento significativo do setor nos últimos trimestres, o nível global do turismo (medido pelo número de hóspedes) permanece ainda -3% abaixo do pré-pandemia no 1T 2024. Não é o caso de Portugal, onde esse nível foi já superado largamente em 2023: numa primeira fase ainda em 2022 suportado pela recuperação do turismo de residentes; depois em 2023, com o *rebound* mais forte proporcionado pelos não residentes. Mas não só em métricas de quantidade deve ser avaliado o turismo. Para além dos números de hóspedes e dormidas é importante aferir se estão reunidas as condições para este «setor estrela» da economia nacional continuar a crescer de forma sustentada, equilibrada e duradoura. Assim, é preciso mudar o foco e olhar o setor através de uma lente panorâmica, capaz de visualizar os pontos fortes com o intuito de os reforçar e também ajudar no diagnóstico dos pontos fracos.

O Índice de Desenvolvimento de Viagens e Turismo (TTDI),² 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. Ao permitir comparabilidade, o índice funciona como uma ferramenta de *benchmarking* para empresas, governos e instituições. O sector turístico português ocupa no TTDI 2024 uma posição confortável no *ranking* mundial, com o 12º lugar, logo atrás da Itália, Suíça e Canadá; mas à frente de outros países europeus como os Países Baixos, a Dinamarca, a Suécia e a Grécia, por exemplo. Face à edição de 2021 do TTDI houve inclusive uma melhoria, pois aí Portugal ocupava o 15º posto.

O TTDI está estruturado em cinco subíndices, que, por sua vez, abrangem diferentes pilares (17 no total). Portugal

destaca-se positivamente no subíndice do «Ambiente propício» onde é (junto com França) o país mais bem cotado da amostra que apresentamos no primeiro quadro (países próximos e também concorrentes – países da bacia mediterrânica); especialmente em matéria de segurança e proteção, saúde e higiene, e conectividade das TIC. Neste subíndice o país apresenta pontuação máxima em aspetos como o Índice de Terrorismo Global, número de médicos por 1.000 habitantes, percentagem da população coberta por rede móvel 3G e percentagem da população que usa pagamentos digitais.

Em contrapartida, no subíndice das «Condições favoráveis ao turismo e viagens» há claro espaço para melhoria no pilar da competitividade de preços (93º lugar): o país fica especialmente «mal na fotografia» nos itens do Índice de preços da Hotelaria (92º lugar) e no nível de preços dos combustíveis (100º). Espanha está também débil na classificação do pilar da competitividade de preços (94º lugar), pese embora a sua posição relativa no Índice de preços da Hotelaria seja mais favorável (75º). De facto, Portugal apenas supera ligeiramente Espanha neste pilar devido ao facto do preço das rendas/alugueres de curta duração ser ainda mais favorável em Portugal. Não esquecer que no índice TTDI como um todo Espanha ocupa o 2º lugar, apenas atrás dos EUA. Sendo o único país com fronteira terrestre com Portugal, Espanha é um concorrente turístico óbvio em alguns segmentos e regiões. A exposição do mercado português a uma concorrência tão forte (e com uma escala significativamente maior) é, se pensarmos numa lógica SWOT,³ uma ameaça. Mas também uma oportunidade pelas sinergias que podem ser geradas e pela exposição à própria concorrência, que traz associada o efeito virtuoso de impelir a equiparar e melhorar.

Índice de Desenvolvimento de Viagens e Turismo

Score (mín. 1 - máx. 7)

	Portugal	Espanha	França	Itália	Turquia	Grécia	Croácia	Tunísia	Marrocos
Travel & Tourism Development Index	4,8	5,2	5,1	4,9	4,4	4,5	4,1	3,6	3,6
Ambiente propício	5,7	5,6	5,7	5,4	4,4	5,3	5,3	4,1	4,2
Condições favoráveis às Viagens & Turismo	4,6	4,8	4,3	4,4	5,2	4,5	4,2	5,0	4,5
Infraestruturas	4,8	5,5	5,3	4,9	4,2	5,1	4,2	2,8	3,1
Recursos naturais, culturais e não recreativos	3,9	5,5	5,6	5,3	4,2	3,1	2,5	2,2	2,6
Sustentabilidade	4,4	4,3	4,1	4,1	3,9	4,2	3,8	3,6	3,4

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

1. Ver UN Tourism World Tourism Barometer | Global Tourism Statistics (unwto.org).

2. 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. Cada fator do índice e o *score* final do índice em si baseia-se numa escala normalizada entre 1 (pior) e 7 (melhor).

3. O acrónimo SWOT é uma sigla para Forças (Strengths), Fraquezas (Weaknesses), Oportunidades (Opportunities) e Ameaças (Threats).

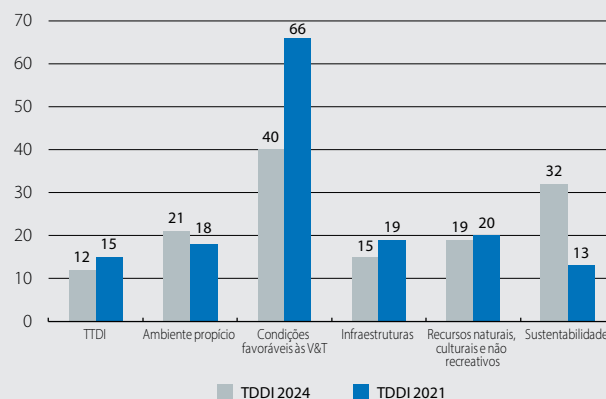
Apesar do subíndice dos «Recursos naturais, culturais e não recreativos» apresentar a nossa pontuação mais fraca (3,9),⁴ em termos relativos o país neste campo situa-se no 19º lugar, sendo o pilar dos recursos naturais o mais frágil (35ª posição). Por fim, falar do subíndice relativo à Sustentabilidade onde também há muito espaço para melhoria. Este aspeto é especialmente importante na medida em que entronca com uma tendência recente associada às próprias escolhas dos viajantes: 69% dos turistas procura ativamente opções de viagem sustentáveis.⁵ A pontuação do país, apesar de superior à dos seus concorrentes do quadro, é fraca. Portugal é apenas o 90º na sustentabilidade da procura, com uma posição preocupante no que toca à sazonalidade da procura e aos índices de concentração do interesse em determinadas atrações culturais e naturais. No recente pacote de medidas «Programa Acelerar a Economia», o governo elenca algumas em particular para adereçar estes problemas. Em específico, a «Estratégia Turismo 2035»⁶ concede mais importância ao tema da sustentabilidade e do seu impacto no Turismo. Também o lançamento do «Plano Turismo + Sustentável 2024/2030» visa reforçar a posição e competitividade de Portugal como destino turístico sustentável e seguro, com enfoque na economia circular e sustentabilidade ambiental.

«O princípio do turismo saudável é simples: é ver – e viver – como vivem as pessoas de um país.», escreveu recentemente Miguel Esteves Cardoso numa das suas crónicas diárias onde aludia a uma alegada falta de lisboetas em Lisboa. Se seguirmos com equilíbrio e genuinidade, não faltará quem nos queira «ver e viver».

Tiago Belejo Correia

Portugal nos 5 subíndices do TTDI

Posição dos países no estudo (melhor - 1 Pior - 119)

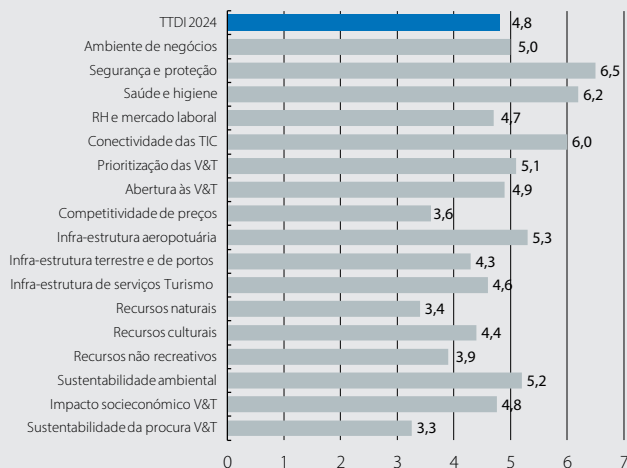


Nota: Na legenda do gráfico «V&T» refere-se a Viagens & Turismo.

Fuente: BPI Research, com base nos dados do Travel & Tourism Report 2024 e 2021.

Portugal nos 17 pilares do TTDI 2024

Score (mín. 1 - máx. 7)



Nota: Na legenda do gráfico «V&T» refere-se a Viagens & Turismo.

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

4. Prejudicado pelo pilar dos Recursos Naturais, nomeadamente pelas posições relativas fracas dos itens «Número de eco-regiões terrestres e de água doce» (63º) e «Número de sítios naturais do Património Mundial» (53º).

5. Ver «A World in motion – shifting consumer trends in 2022 and beyond». (World Travel & Tourism Council).

6. Sucede à Estratégia Turismo 2027.

Contas públicas: o el dorado que importa manter

Que as contas públicas deixaram de ser um foco de preocupação em Portugal, parece já não existir dúvidas. O excedente orçamental de 1,2% do PIB em 2023 e a descida do rácio de dívida pública para níveis não vistos desde há 14 anos suportam essa ideia. A comparação com os restantes países da União Europeia reforça essa convicção.

Para além do que foi o passado recente, as expetativas para os próximos tempos continuam favoráveis: a Comissão Europeia, nas suas mais recentes previsões, aponta para ligeiros excedentes orçamentais em 2024 e 2025, e espera que o rácio de dívida pública continue a cair e se aproxime dos 90% do PIB em 2025.

No entanto, os anúncios recentes de novas medidas de política orçamental trouxeram de novo algumas bandeiras vermelhas. De facto, que impacto é que estas medidas podem ter nas contas públicas no futuro próximo e como é que isso se coaduna com as novas regras orçamentais europeias?

O que esperamos das contas públicas em 2024?

O dinamismo da atividade económica e a robustez do mercado de trabalho deverão continuar a suportar o crescimento da receita fiscal e contributiva em 2024, mas a um ritmo menor, perante a desaceleração da economia e da inflação, a par da implementação de medidas de desagravamento fiscal. Também os fundos provenientes da UE, nomeadamente os do PRR, deverão contribuir de forma positiva para o crescimento da receita total.¹

Por sua vez, a despesa deverá crescer a um ritmo superior ao da receita, justificado pelo comportamento das despesas com pessoal (com as atualizações salariais inscritas no OGE 2024 e outras medidas recentemente anunciadas), das prestações sociais (nomeadamente com as pensões), dos encargos com juros e do investimento público, principalmente financiado pelo PRR.

O que está a acontecer em 2024 nas duas óticas de análise?

A ótica oficial das contas públicas é a da contabilidade nacional, mas, neste caso, temos apenas dados para o 1T.²

Previsões para as contas públicas

(% PIB)

	Saldo orçamental					Dívida pública				
	2023	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2027
BPI	1,2	0,3	0,4	0,3	0,3	99,1	94,7	90,7	87,2	83,6
Banco Portugal	–	1,0	0,8	0,6	–	–	92,5	87,2	82,7	–
Comissão Europeia	–	0,4	0,5	–	–	–	95,6	91,5	–	–
OCDE	–	0,3	0,3	–	–	–	95,7	92,5	–	–
FMI	–	0,2	0,2	0,2	0,2	–	94,7	90,8	87,0	83,5
Governo ¹	–	0,2	0,3	0,1	0,6	–	98,9	91,4	87,2	83,4

Nota: 1. As previsões do Governo são as constantes no OGE 2024 para o ano de 2024 e no PE 2024-2028 para o período 2025-2027.

Fonte: BPI Research, com base em publicações das várias instituições.

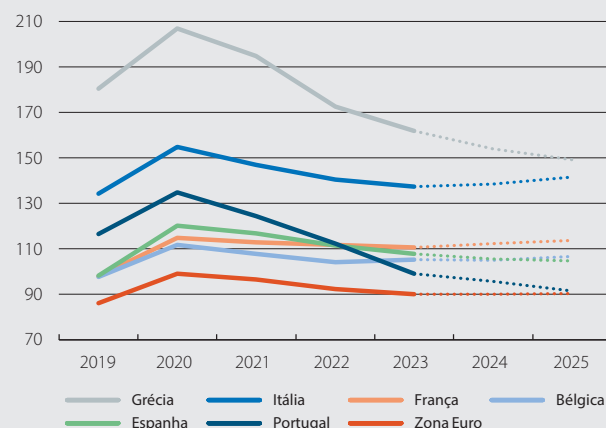
1. Para mais informações, ver o focus «Virámos a página do panorama orçamental... e agora?», no IM06/2024.

2. Os dados para o 2T serão divulgados a 23 de setembro.

3. O saldo orçamental do conjunto da UE foi de -3,0% do PIB no 1T 2024.

Evolução da dívida pública, por país

(% PIB)



Fonte: BPI Research, com base nas previsões da primavera da Comissão Europeia.

Assim, o saldo orçamental ficou em -0,2% do PIB no 1T, o que compara com o excedente de 1,1% no 1T 2023. No entanto, este défice não põe em causa, por si só, a expetativa de um ligeiro excedente para o conjunto de 2024, uma vez que é normal existir volatilidade ao longo do ano (quer ao nível da receita, quer ao nível da despesa). Efetivamente, corrigido de sazonalidade, o saldo orçamental manteve-se em terreno positivo (0,6% do PIB, face a 2,1% no trimestre homólogo), destacando-se como o 3º maior excedente orçamental entre os demais países da UE para os quais existe esta informação.³

Em causa para o défice no 1T esteve o aumento da despesa (11% homólogo) superior ao da receita (7,3%), perante o aumento das despesas com pessoal, prestações sociais e subsídios. Destaca-se, para cada uma destas rubricas, o impacto da atualização dos salários dos funcionários públicos, o aumento das pensões (entre 5% e 6%) e ainda a injeção de verbas no Sistema Elétrico Nacional (366 milhões de euros). Adicionalmente, importa ter presente outros efeitos que influenciaram negativamente a comparação homóloga

das despesas com pessoal e das prestações sociais, como a antecipação de metade da atualização das pensões de 2023 para 2022, e o aumento intercalar ocorrido em maio e julho de 2023, no caso dos salários dos funcionários públicos e das pensões, respetivamente. Neste contexto, o crescimento da despesa superou o crescimento estimado no OGE 2024 para o conjunto do ano (9%).

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, por via dos fundos do PRR. O aumento da receita total ficou ligeiramente acima do que está previsto para o conjunto do ano (7,0%).

Os primeiros 7 meses do ano revelam um saldo positivo em contabilidade pública, com a despesa a crescer a um ritmo acima da receita (11,3% e 9,5% homólogo, respetivamente). No entanto, a comparabilidade com o período homólogo é afetada, tal como no caso da contabilidade nacional, por diversos fatores, que afetaram tanto a receita como a despesa (por exemplo, a prorrogação do prazo de pagamento do IRC afetou a receita fiscal até junho, recuperando posteriormente em julho).

Assim, no acumulado do ano até julho, o excedente foi de 0,7% do PIB, comparando com o excedente de cerca de 1,3% do PIB em igual período de 2023. Além disso, importa ter presente que o OGE 2024 prevê um défice em contabilidade pública (-0,5% do PIB).

Qual o impacto das novas medidas para as contas públicas e quais as implicações para as novas regras orçamentais europeias?

Têm sido avançadas várias medidas que terão impacto nas contas públicas no futuro. As mais expressivas em termos de custo incluem o IRS Jovem, a isenção do IMT, Imposto de Selo e emolumentos na compra da primeira habitação por parte dos jovens, a redução gradual do IRC, a redução geral do IRS até ao 6º escalão, a redução do IVA da eletricidade, eliminação de portagens nalgumas vias ex-SCUT e a revisão dos salários em várias classes profissionais na Administração Pública. Do levantamento feito, estimamos que o custo das novas medidas deverá ultrapassar os 2.300 milhões de euros em 2024 (0,9% do PIB) e superar os 2.600 milhões de euros em 2025 (0,9% do PIB). Isto implicaria, mantendo todos os outros pressupostos subjacentes às nossas atuais previsões, que o ligeiro excedente esperado para 2025 se traduziria num ligeiro défice, de 0,5% do PIB.

O que é que isto implicaria para Portugal, no contexto das novas regras fiscais europeias? Com a recente entrada em vigor, os Estados-Membros terão de entregar o quadro orçamental quadrienal em setembro, em linha com a trajetória para a despesa primária líquida⁴ indicada pela Comissão Europeia.

4. Este conceito inclui: despesa líquida de medidas de receita discricionária e excluindo gastos com juros, despesas com desemprego cíclico, despesas em programas da UE inteiramente financiadas com fundos europeus e despesas *one-off* e outras temporárias. Para mais informações sobre as novas regras europeias, ver o focus «Ano novo, novas regras orçamentais europeias: Portugal em foco», no IM 03/2024.

À data em que escrevemos este artigo, não há informação sobre os requisitos para a trajetória técnica enviados pela CE a Portugal, pelo que elaborámos um exercício de estimação assumindo que a CE exige que a despesa primária líquida não possa exceder o ritmo de crescimento previsto para o PIB potencial nominal. Neste contexto, concluímos que a margem orçamental (ou seja, quanto é que a despesa poderia aumentar sem colocar em causa esta regra) andaria em torno dos 5.400 milhões de euros. Analisando o impacto conhecido até ao momento das medidas de política fiscal e mantendo tudo o resto constante (ou seja, não assumindo novas medidas com impacto na despesa nem eventuais medidas que possam aumentar a receita), isto implica que a evolução esperada da despesa exceda em mais de 2.000 milhões de euros (0,7% do PIB) a margem orçamental projetada.⁵ Este montante reduz para cerca de 1.000 milhões de euros caso o Executivo decida retirar todas as medidas de apoio anteriormente implementadas para atenuar o aumento dos custos com a energia (que a CE estima que tenham um impacto de -0,5% do PIB em 2025 se se mantiverem como atualmente).

Considerações para 2025

Apesar de a posição de Portugal ser bastante mais vantajosa do que no passado ou mesmo em comparação com outros parceiros europeus, a estimativa a que chegamos no ponto anterior, ainda que limitada, não dá razões para respirar de alívio. De facto, se as medidas conhecidas até ao momento avançarem, e se a isso juntarmos a variação da despesa decorrente da normal dinâmica das respetivas rubricas,⁶ é provável que a CE tenha uma posição mais dura e obrigue a tomar medidas adicionais, de forma a que a trajetória técnica seja cumprida.

Ainda assim, num cenário em que todas estas medidas avançam, colocando o saldo orçamental num ligeiro défice, não estariam em causa as cláusulas de salvaguarda do défice e da dívida pública inscritas nas novas regras orçamentais europeias. Mas não deixa de ser relevante ter presente que os riscos continuam à espreita, incluindo os decorrentes da envolvente macroeconómica e financeira e da vertente orçamental. Neste contexto, a consolidação das contas públicas continua como um fator muito relevante na avaliação internacional de Portugal, quer por parte dos investidores, quer por parte das agências de *rating*. De facto, os recentes esforços de consolidação das contas públicas explicam parte do posicionamento de Portugal na categoria de investimento entre as principais agências de *rating*. Pôr em causa este *el dorado* é jogar com um cenário de desconfiança e potencial agravamento dos custos de financiamento para Estado, famílias e empresas.

Vânia Duarte

5. Semelhante à conclusão a que o Banco de Portugal chega no Boletim Económico - junho 2024.

6. O BdP estima que as despesas com pessoal e as pensões e outras prestações sociais em dinheiro, no conjunto, aumentem quase 3.000 milhões de euros em 2025.

Inflação em Portugal: uma abordagem regional

A inflação ocorre quando se verifica um aumento geral dos preços dos bens e serviços. Os economistas e as entidades oficiais convencionaram monitorar o fenómeno de aumento dos preços através de índices (da sua variação ao longo do tempo) que são baseados em cabazes de compras, com determinados pesos alocados às diferentes categorias de bens e serviços. Assim, apesar dos números que resultam da construção do índice serem dados objetivos, é bom de ver que o conceito de inflação é subjetivo. Por exemplo, já em artigos anteriores demonstrámos que os consumidores são atingidos de forma diferenciada pelo aumento dos preços em função do seu nível de rendimentos.¹

Mas não só entre consumidores de diferentes rendimentos num mesmo país existem diferenças na inflação sentida. Entre países estas diferenças também existem, mesmo com a mesma moeda, como é o caso dos países da zona euro no contexto do mais recente surto inflacionista. Vejamos: em outubro de 2022 a inflação no conjunto da zona euro superou os 10%, mas observaram-se grandes diferenciais entre países – «apenas» 7% em França e mais de 20% nos países bálticos. Há várias razões para isto acontecer (a posição no ciclo económico, o peso de determinadas atividades no tecido económico, a forma como os preços grossistas da energia são transferidos para o consumidor, existência de subsídios, política fiscal, efeitos de base, etc), mas o mais importante a reter é o tremendo desafio que isto constitui ao nível da política monetária e das ações dos governos nacionais.

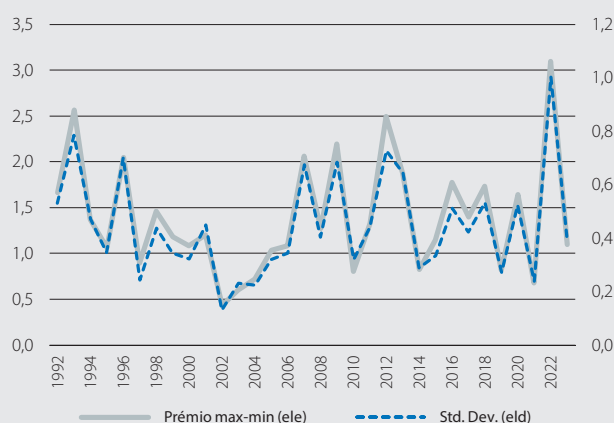
Neste artigo pretendemos dar uma perspetiva diferente levantando novas questões: Entre regiões de Portugal a inflação é uma realidade uniforme? Existem diferenciais ao longo do tempo? Como evoluem? Existem categorias de bens e serviços com maiores diferenciais de inflação? Como são esses diferenciais por categoria e por região do país?

Para abordar a primeira questão recolhemos a inflação média anual de Portugal e das regiões entre 1992 e 2023

realizando de seguida um *one sample t-test*. Este teste permite-nos inferir se a média da inflação em cada região neste período é igual a determinado valor específico, neste caso, a inflação média do período para o conjunto do País. A hipótese nula é que a diferença entre as duas médias é zero. Estatisticamente, como podemos verificar através dos resultados do primeiro quadro, não podemos rejeitar a hipótese nula e assim também não podemos afirmar que a inflação global de cada região durante estes 32 anos é diferente do valor registado para o IPC nacional como um todo.² No longo prazo não existem diferenças significativas entre a inflação de cada região e a inflação do país, mas entre regiões haverá? Uma medida simples para tentar responder a esta questão é calcular o *spread* em cada ano entre a inflação regional mais alta e a inflação regional mais baixa. Quando maior o diferencial (medido em pontos percentuais), maior a divergência de inflação regional verificada no ano. Também neste espírito, outra medida para avaliar a divergência da inflação regional é calcular o desvio padrão das taxas de inflação

Divergência da inflação regional

(Pontos percentuais)



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

One Sample t-test para o IPC Global

Região	Média (IPC 1992-2023)	Desvio padrão (IPC 1992-2023)	Média IPC Portugal (1992-2023)	t-statistic	Rejeita H0?
Norte	2,75	2,31	2,73	0,0514983	Não
Centro	2,63	2,23		-0,2613285	Não
AM Lisboa	2,75	2,42		0,0495713	Não
Alentejo	2,74	2,22		0,0293956	Não
Algarve	2,72	2,26		-0,0102409	Não
RA açores	2,86	2,17		0,3506750	Não
RA madeira	2,61	2,40		-0,2840939	Não

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

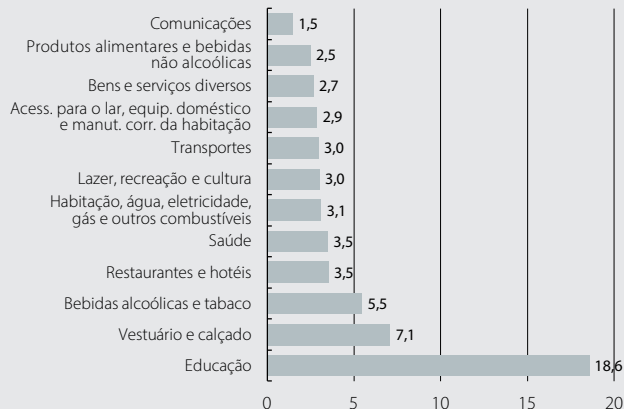
1. Ver artigo no IM06 de 2022 «Inflação alta: um fardo desigual?».
 2. Testámos níveis de significância de 5% e 10%.

regionais em cada ano. A representação gráfica destas duas medidas está na segunda imagem. Ambas as curvas andam a par e passo, mas neste horizonte temporal existiram três anos que se destacam pela maior divergência entre a região com inflação mais alta e a região com inflação mais baixa: 1992, 2012 e 2022. Em 2022 a divergência atingiu o seu ponto mais elevado, um diferencial de 3,1 p. p. entre o IPC da AM Lisboa (8,1%) e da RA Açores (5%).

E como se comportará a divergência de inflação entre regiões, mas por categorias de bens e serviços? Calculámos a mesma medida de divergência (prémio entre inflação máxima e mínima) e de seguida a média de longo prazo. O resultado está sintetizado na terceira imagem. As Comunicações são destacadamente a categoria com menor divergência regional em termos de inflação. Isto justificar-se-á pelo facto do mercado, especialmente nas telecomunicações, ser dominado por um número pequeno de grandes operadoras que têm pacotes de serviços estandardizados e cujo preço não discrimina localizações. Por sua vez, a Educação, o Vestuário & Calçado e as Bebidas alcoólicas & Tabaco são as categorias com maior divergência. Contudo salienta-se que a divergência enorme na categoria de Educação também está muito influenciada por valores outliers que se registaram na série.³

Por último tentámos perceber como é que se comporta a divergência da inflação em cada região face ao país, por categoria. Para isto calculámos a diferença entre o IPC de

Divergência da inflação regional por categoria
(Média 1992-2023, em pontos percentuais)



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

cada categoria na região e no país, efetuando de seguida a média para cada período considerado. Apresentamos os resultados no último quadro e destacamos algumas conclusões.

Em primeiro lugar, historicamente, a RAM foi a região em que a inflação cresceu menos comparativamente à inflação do país (7 em 12 categorias). Por oposição, a RAA foi a região onde a inflação cresceu mais (4 em 12 categorias). No último surto inflacionista aconteceu exatamente o oposto, com a RAM a ter aumento de preços superior ao

IPC por categoria: divergência regional face ao IPC do país

Categoria	Média histórica (1992-2023)							Ultimo surto inflacionista (2022-2023)						
	RAA	ALG	RAM	C	ALE	AML	N	N	C	RAM	AML	ALG	RAA	ALE
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	RAA	ALG	RAM	C	ALE	AML	N	N	C	RAM	AML	ALG	RAA	ALE
Bebidas alcoólicas e tabaco	RAA	ALE	ALG	AML	RAA	C	N	C	N	AML	ALG	ALE	RAA	RAM
Vestuário e calçado	C	ALE	RAA	N	AML	ALG	RAM	RAM	C	ALG	N	AML	ALE	RAA
Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis	AML	C	N	ALG	ALE	RAA	RAM	AML	C	N	ALG	ALE	RAM	RAA
Acess. para o lar, equip. doméstico e manut. habitação	RAA	N	ALE	AML	RAM	C	ALG	N	AML	C	ALG	RAM	ALE	RAA
Saúde	ALG	AML	RAA	N	C	ALE	RAM	RAM	AML	ALG	RAA	C	ALE	N
Transportes	RAM	RAA	N	ALG	AML	ALE	C	ALG	RAA	N	AML	RAM	ALE	C
Comunicações	RAM	RAA	N	AML	C	ALE	ALG	RAA	AML	RAA	ALG	ALE	C	N
Lazer, recreação e cultura	ALE	ALG	N	C	AML	RAA	RAM	ALG	ALE	C	AML	N	RAM	RAA
Educação	RAA	ALE	N	AML	ALG	C	RAM	AML	N	ALE	ALG	C	RAM	RAA
Restaurantes e hotéis	ALE	ALG	AML	N	RAA	C	RAM	RAM	AML	RAA	N	ALG	C	ALE
Bens e serviços diversos	AML	N	ALG	ALE	C	RAA	RAM	N	ALG	RAM	C	AML	RAA	ALE

← Maior divergência

1 2 3 4 5 6 7

Menor divergência →

1 2 3 4 5 6 7

Nota: As siglas correspondem às regiões: N - Norte; C - Centro; AML - Área Metropolitana de Lisboa; ALE - Alentejo; ALG - Algarve; RAA - Região Autónoma dos Açores; RAM - Região Autónoma da Madeira. 2) A escala de 1 a 7 indica a região com maior divergência face ao IPC de Portugal (1) a região com menor divergência face ao IPC de Portugal (7) em cada categoria de bem ou serviço. Normalmente regiões com menor divergência significa que em média nos períodos indicados a inflação foi inferior ao IPC de Portugal e nas regiões com maior divergência a inflação foi superior ao IPC de Portugal.

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

3. Por exemplo, em 1992 a inflação da Educação na RA Açores foi de 325,6% e na RA Madeira de 51,8%. Posteriormente em 1996 foi de -81% na RA Açores e de -16% na RA Madeira. Se a divergência for calculada apenas entre 1997 e 2023 o valor médio passa para 4,8 p. p.

país em 3 das 12 categorias e a RAA a ter menor aumento de preços (em 5 das 12 categorias). Curioso também assinalar que em apenas uma categoria na mesma região o aumento de preços quer em termos históricos quer no último surto inflacionista foi superior à média do país: foi na «Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis» na Área Metropolitana de Lisboa. Em média, a inflação da «Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis» na Área Metropolitana de Lisboa foi superior em +0,11 p.p. (histórico) e +0,62 p.p. (último surto inflacionista). Esta categoria contém as rendas da habitação, podendo este resultado estar a traduzir a maior pressão no mercado da habitação/arrendamento do maior centro urbano do país, em particular nos últimos anos. Além disso, esta categoria também engloba custo com abastecimento de água, recolha de lixo e saneamento básico e pode também refletir as diferenças nestes aspetos entre diversos municípios. A categoria de «Transportes» na região Centro é também a única em que a divergência da inflação regional face à nacional foi menor quer em termos históricos quer no último surto inflacionista. Em média, a inflação dos «Transportes» na zona Centro foi inferior em -0,15 p.p. (histórico) e -0,14 p.p. (último surto inflacionista). Por fim, referir que a Área Metropolitana de Lisboa é também a única que nunca ocupa a sétima posição do quadro para uma categoria, nem em termos históricos nem em termos do último surto inflacionista, ou seja, nunca é a região em que o crescimento de preços é o menor face ao crescimento de preços do país. É possível que isto traduza uma pressão genérica da procura sobre os preços maior nesta região, resultado não só da maior densidade populacional, mas também de rendimentos das famílias mais elevados.

Como foi possível constatar, a realidade da inflação apresenta muitas matizes quer regionais quer numa análise mais fina, por categoria. É nossa expectativa que este artigo tenha constituído mais um contributo para compreensão do comportamento dos preços.

Tiago Belejo Correia

Como se caracteriza a riqueza das famílias portuguesas?

Em 2023, a riqueza líquida das famílias atingiu 855,2 mil milhões de euros, um acréscimo de 6% face a 2022 e cerca de 28% face a 2019. Movimento semelhante, mas menos pronunciado ocorreu na riqueza líquida real, que a preços de 2019, avançou 1,6% face a 2022 e 12% face a 2019. Por sua vez, o rendimento líquido real por família também evoluiu favoravelmente desde 2019, situando-se, no final de 2023, 9,6% acima do valor de 2019, regredindo face aos anos anteriores, que estão enviesados pelo impacto da pandemia.

A valorização do mercado imobiliário foi o principal responsável pelo incremento da riqueza nominal, já que, desde o final de 2019, os preços das casas registaram uma valorização de 45%. Contudo, também o aumento do património financeiro, via depósitos e mercado de capitais, favoreceu o crescimento da riqueza. Outro fator com impacto na riqueza líquida foi a queda do valor nominal dos passivos financeiros.

A habitação é a principal fonte de riqueza das famílias, representando 51% do património total, e viu o seu peso no património aumentar cerca de 3 pontos percentuais desde 2019. A riqueza financeira representa os restantes 49%, com os depósitos, a representarem 48% do património financeiro e 23% do património total.

No início de 2024, o BCE iniciou a divulgação de estatísticas relativas à riqueza das famílias¹ que permite uma análise mais fina dos dados do seu património, nomeadamente por posicionamento das famílias por percentil de riqueza e por situação da família no mercado laboral.

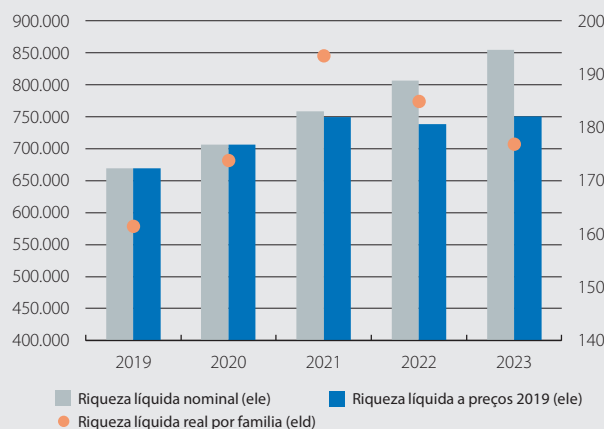
O património por nível de riqueza da família

Olhando para o ano 2023, observa-se que o nível de concentração da riqueza nos 10% da população com património mais elevado é semelhante em Portugal e na zona euro: mais de metade da riqueza concentra-se nestes 10% da população. Já entre a metade dos menos ricos (ou seja, os 50% da população com menor património), a percentagem de ativos detidos é superior em Portugal face à zona euro – não se tendo alterado significativamente desde 2019. Relativamente aos ativos totais da metade das famílias menos ricas é de referir, que em 2023 os ativos totais diminuíram 1,5% face a 2022, mas, ainda assim, situam-se 15,4% acima do nível de 2019: principalmente em resultado da valorização de quase 13% do respetivo património imobiliário.

Contudo, é também na metade menos rica da população portuguesa que se concentram os passivos – 40% dos empréstimos para compra de casa são responsabilidade desta faixa da população, que também concentra 42% de

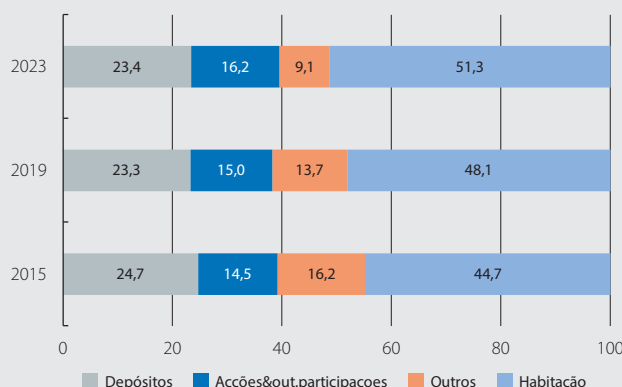
1. DWA (distribuição da riqueza das famílias), agrega informação recolhida através do Inquérito às famílias sobre consumo e situação financeira (Household Finance and Consumption Survey) e informação disponível nas Contas Setoriais Trimestrais.

Riqueza líquida das famílias portuguesas (Milhões de euros, mil euros)



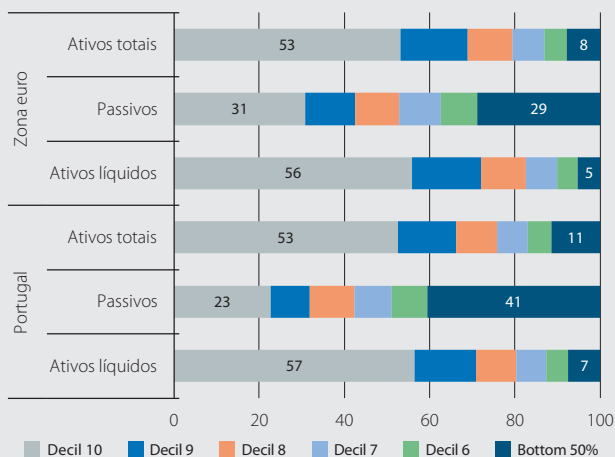
Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Portugal e INE

Composição da riqueza das famílias portuguesas (% da riqueza total)



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

Distribuição da riqueza por decil de rendimento* (% do total)



Nota: * Decil baseado no conceito de riqueza líquida.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu.

outros tipos de crédito, possivelmente crédito ao consumo. Foi também nesta faixa de património mais reduzido que se verificou um aumento dos passivos face a 2023: mais 945 milhões de euros, dos quais mais 649 milhões para aquisição de casa, (com exceção dos 50% menos ricos, apenas as famílias no 8º decil registaram aumento dos passivos face a 2022: mais 72 milhões, mas reduziram o montante do crédito à habitação e aumentaram em 101 milhões o crédito ao consumo). Embora sendo normal que as famílias com menos património necessitem de maior recurso a crédito, é também nestas que se concentram os agregados com mais vulnerabilidades no cumprimento das obrigações assumidas com a contratação de crédito. Mas é importante lembrar que este movimento ocorreu num período em que as taxas de juro atingiram o seu pico, pelo que, muito provavelmente, o stress financeiro associado ter-se-á já começado a moderar.

Em Portugal, o peso da habitação no património das famílias menos ricas é substancialmente mais elevado do que no conjunto da zona euro: 75% vs 63%, respetivamente (o que explicará também a questão dos passivos serem mais elevados nesta faixa da população, refletindo também o não funcionamento do mercado de arrendamento). Por sua vez o património financeiro, com destaque para os depósitos, representa apenas 21% do património da metade menos rica das famílias portuguesas, o que contrasta com 33% na média da zona euro. O restante, semelhante em Portugal e na zona euro, diz respeito a património financeiro e não financeiro associados a atividades empresariais ou profissões liberais.

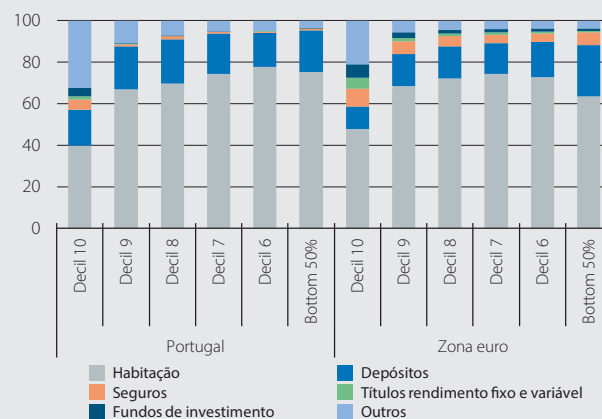
O património das famílias por situação no mercado de trabalho

Os dados do património familiar tendo em conta a situação perante o mercado de trabalho, permitem observar que a distribuição dos ativos e passivos é semelhante em Portugal e na zona euro, no caso dos indivíduos empregados, mas que o grau de riqueza da população reformada é mais confortável na zona euro do que em Portugal. Concretamente em Portugal, os ativos totais dos reformados representam 23% do património total das famílias, cerca de menos 6 pontos percentuais do que na zona euro; situação oposta observa-se nos trabalhadores por conta própria, que em Portugal detêm 12% do património das famílias, cerca de +2 pontos percentuais do que na zona euro.

No que respeita aos passivos, estes concentram-se maioritariamente nos indivíduos empregados, sendo que em Portugal cerca de 70% destes representam responsabilidades destes indivíduos, constituindo um fator de conforto quanto à capacidade de cumprimento das responsabilidades assumidas. Adicionalmente, observa-se que os passivos das pessoas em situação de desemprego são bastante reduzidos: apenas 2,8% dos passivos são responsabilidade de pessoas em que o risco de incumprimento das responsabilidades assumidas é superior.

Composição da riqueza das famílias

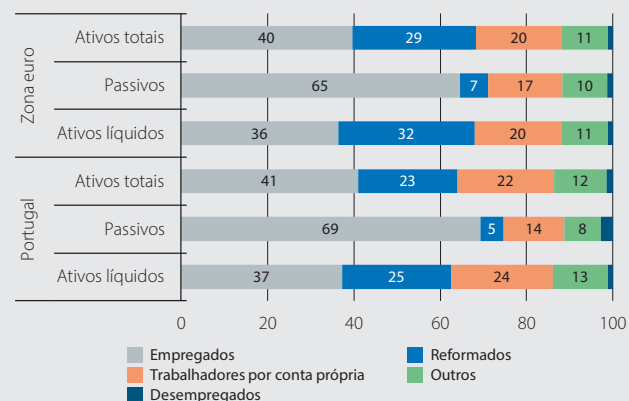
(% dos ativos)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu.

Distribuição da riqueza por situação no trabalho

(% do total)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu.

Conclusão: As famílias portuguesas têm aumentado o seu património nos últimos anos e não difere de forma significativa na sua distribuição por classes de riqueza ou perante a situação laboral face à zona euro, à exceção dos passivos assumidos pela metade da população com menos património. De facto, nesta parcela da população, o peso dos créditos contratados é muito superior em Portugal face ao conjunto da zona euro. Por si só, este poderia ser um aspeto preocupante no que concerne à capacidade de cumprimento das responsabilidades assumidas perante as instituições de crédito. No entanto, há vários fatores que dissipam estas preocupações: em primeiro lugar o facto de os dados disponíveis sugerirem que maioritariamente estas famílias se encontram numa situação regular perante o mercado de trabalho; em segundo lugar o facto de estarmos num período de redução gradual das taxas de juro e de gradual desinflação, contribuindo para o alívio dos custos de financiamento suportados por estas famílias. Adicionalmente, não é de desprezar o facto de a metade das famílias menos ricas terem visto também o seu património a valorizar desde 2019, constituindo também um fator de maior solidez perante compromissos assumidos.

Teresa Gil Pinheiro

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	06/24	07/24	08/24
Indicador coincidente para a atividade	5,7	3,3	3,3	2,6	2,0	1,4	1,3	1,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-4,5	-3,5	1,4	1,4	-2,7	-4,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,0	-9,3	-7,9	-6,7	-6,5	-6,7	-6,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	7,5	12,1	4,9	-19,9	3,6	-5,6	...	...
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	6,8	6,6	7,4	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	24,9	19,1	13,1	9,5	9,5	9,3	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	5,8	1,7	6,3	4,3	1,4	-0,4	-1,6
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	0,6	0,6	1,8	2,2	3,2	2,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,4	2,8	2,2	1,7	1,6	1,7	1,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-22,8	-27,2	-24,6	-18,7	-17,2	-15,4	-14,3
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	2,3	2,2	1,6	2,6	1,0	0,8	0,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,2	6,5	6,1	6,6	6,8	6,1	6,4	6,2	...
PIB	6,8	2,3	1,9	2,1	1,5	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	06/24	07/24	08/24
Inflação global	7,8	4,4	3,5	1,7	2,2	2,7	2,8	2,5	1,9
Inflação subjacente	5,6	5,1	4,4	3,0	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4

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	06/24	07/24	08/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	2,9	-1,4	-5,5	-3,6	-3,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	1,4	-4,0	-7,3	-5,7	-5,7	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	4,1	3,6	5,1	5,8	5,8	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	2,1	3,3	4,6	5,3	5,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	2,0	0,4	0,5	0,6	0,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	7,3	7,2	8,8	9,2	9,2	...	...

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	06/24	07/24	08/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,6	-2,3	2,7	5,6	5,6	5,1	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-9,4	-14,8	-11,2	-4,6	-4,6	-5,2	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	6,9	14,8	20,2	17,7	17,7	17,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	5,5	-12,4	9,1	4,5	4,5	15,0	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,4	-2,6	2,9	5,6	5,6	5,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,8	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,5	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-3,5	-2,1	-1,7	-1,4	-1,4	-0,6	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	-0,9	-1,5	-0,9	0,2	0,2	0,4	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	-0,8	0,2	2,0	2,7	2,7	3,3	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-1,4	-5,5	5,9	-5,8	-5,8	-2,3	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,8	-1,7	-0,5	-0,2	-0,2	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.

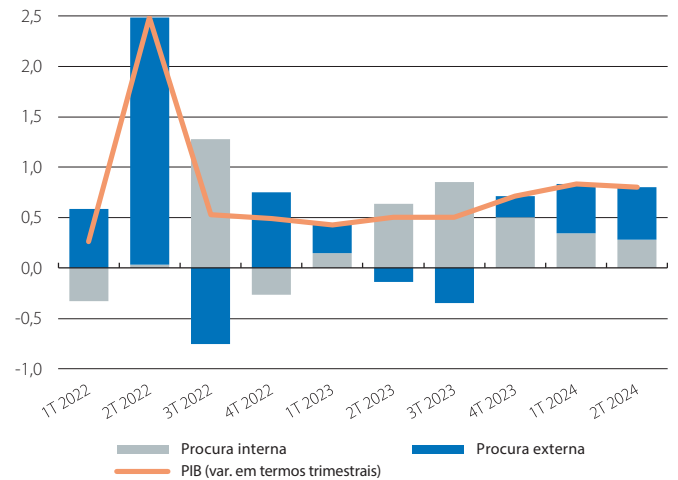
Espanha: Perspetivas sólidas de crescimento, embora mais moderadas do que no 1S

A economia espanhola surpreendeu pela positiva no primeiro semestre do ano, mas espera-se alguma moderação no segundo semestre. O PIB cresceu a uma taxa trimestral de 0,8% tanto no 1T como no 2T do ano. Este vigor deve-se principalmente ao bom desempenho do setor externo, decorrente do dinamismo do setor do turismo no 1T, e ao bom desempenho das vendas externas de bens, em contraste com uma tendência de moderação das importações no 2T. Na perspetiva dos próximos trimestres, o setor externo poderá ceder gradualmente o lugar à procura interna, tendo em conta a normalização do ritmo de crescimento do setor do turismo e a fraqueza dos nossos principais parceiros comerciais na Zona Euro. Em contrapartida, a procura interna deverá ganhar força, à medida que a recuperação do poder de compra continua e a incerteza quanto às perspetivas da política monetária diminui. Não obstante, não se prevê que o aumento da procura interna compense plenamente o abrandamento do setor externo.

O crescimento do PIB de Espanha no 2T de 2024 surpreende em alta. No 2T, o PIB registou um crescimento trimestral de 0,8%, acima da média da Zona Euro (0,3% trimestral) e das nossas expectativas de 0,5%. Relativamente à variação homóloga, a taxa acelerou para 2,9%, contra 2,6% no trimestre anterior. O setor externo continua a ser o principal motor de crescimento, contribuindo com 0,5 p.p. para o crescimento do PIB em termos trimestrais, e a procura interna também está a crescer, embora a um ritmo mais modesto, contribuindo com 0,3 p.p. para o crescimento do PIB. O consumo privado aumentou 0,3% em termos trimestrais e o consumo público 0,2%. A taxa de crescimento do investimento foi de 0,9% em termos trimestrais, impulsionada principalmente pelo investimento na construção. O crescimento trimestral das exportações foi de 1,2%, graças às exportações de bens, enquanto as importações diminuíram 0,2%.

Os primeiros indicadores da atividade disponíveis para o terceiro trimestre mostram um tom mais moderado. O PMI para o setor da indústria transformadora tem vindo a desacelerar ao longo de julho e agosto, com a última leitura em 50,5, abaixo dos 52,3 em junho. Por sua vez, o PMI do setor dos serviços, depois de ter sofrido uma queda em julho, recuperou em agosto para 54,6 pontos (56,8 pontos em junho). Mantendo-se acima do limiar de crescimento setorial de 50 pontos, ambas as leituras apontam para um crescimento da atividade nos respetivos setores, embora a taxas mais moderadas do que no trimestre anterior. Quanto aos consumidores, a confiança diminuiu em agosto para -15,2 pontos, contra -13,7 pontos em julho. O índice do comércio a retalho, por seu lado, aumentou 0,5% em termos mensais em julho, elevando a taxa anual para 1,0%, contra 0,4% no mês anterior.

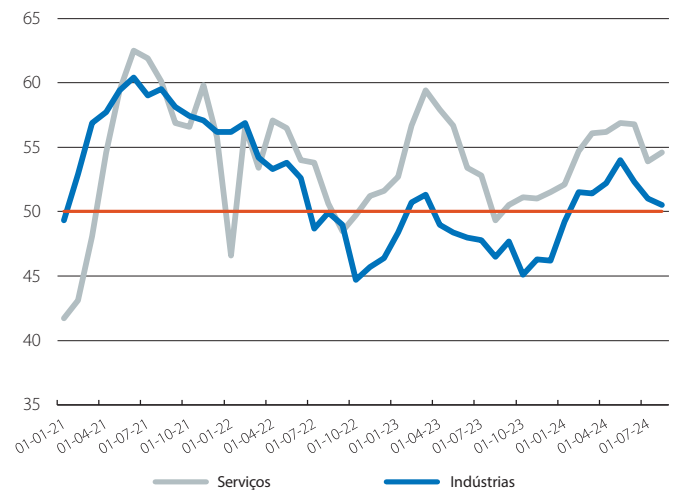
Espanha: contribuição para o crescimento do PIB P. p. e variação em termos trimestrais (%)



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

Espanha: PMI

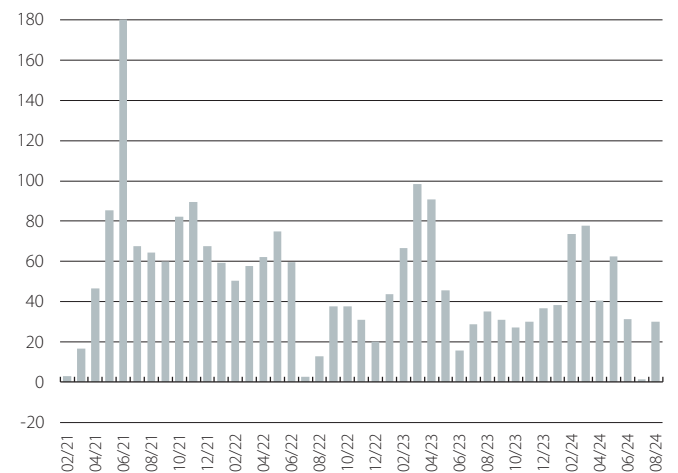
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Variação mensal (milhares) *



Nota: * Dados corrigidos de sazonalidade.

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

O mercado de trabalho também está a progredir de forma mais moderada. As inscrições na segurança social diminuiram, como habitualmente, em agosto. Neste mês, registou-se uma redução de 193.704 trabalhadores em relação ao mês anterior, ou seja, -0,91%. Esta diminuição está em conformidade com a tendência habitual de agosto: no ano passado, diminuiu 0,89% numa base mensal e 0,88% para a média dos meses de agosto no período 2014-2019. O número total de trabalhadores inscritos atingiu 21.189.402, mais 482.902 do que há um ano, e uma taxa de variação homóloga de 2,3% (2,4% em julho). O emprego, corrigindo a sazonalidade, registou um aumento de 30.189 em agosto, depois de ter permanecido praticamente estável em julho (+1.335). Até à data, no 3T, o crescimento trimestral das inscrições abrandou para 0,3%, contra 0,8% no 2T.

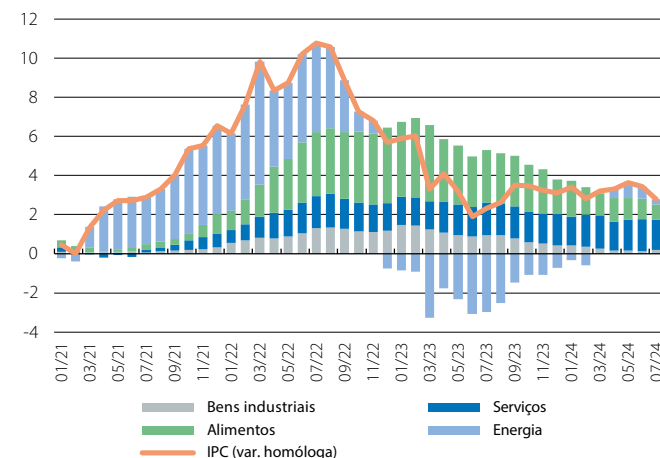
A inflação global está próxima dos 2% em agosto. Os dados do indicador principal do IPC publicado pelo INE indicam que a inflação global caiu 6 décimas em agosto para 2,2%, devido à descida dos preços dos combustíveis e, em menor grau, dos preços dos produtos alimentares não transformados. Na ausência de uma repartição por categorias, a descida dos preços dos produtos alimentares prevista pelo INE poderá trazer um alívio para a rubrica com a inflação mais elevada este ano (4,7% em média). A inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não processados) situou-se em 2,7% (menos 0,1 p.p. do que em julho). O valor deste mês constitui mais um passo no sentido da normalização da inflação; no entanto, o aumento dos preços da eletricidade previsto pelos mercados de futuros poderá interromper esta tendência de correção no final do ano.

O défice comercial diminuiu fortemente em junho, apesar da queda das exportações. Em junho, pela primeira vez em três meses, as exportações de bens diminuiram 3% em termos homólogos, mas como as importações caíram mais acentuadamente (-7,3%), o défice diminuiu para 713 milhões de euros (-2.355 milhões em junho de 2023). Em termos de componentes, o défice da balança energética situou-se em 2.158 milhões de euros, contra 2.454 milhões de euros em junho de 2023, e a balança não energética registou um excedente de 1.445 milhões de euros, contra 99 milhões de euros há um ano. Assim, o 1S de 2024 encerrou com um défice de 15.822 milhões, ligeiramente melhor do que o primeiro semestre de 2023 (-16.420 milhões), mas superior à média de 2014-2019 (-11.938 milhões).

As vendas e compras de habitação continuam numa trajetória moderada. As transações de habitações diminuiram 6,1% em junho, em termos homólogos. Relativamente ao tipo de habitação, o modesto aumento anual de 0,9% nas vendas de habitações novas não conseguiu compensar o declínio anual de 7,8% nas vendas de habitações em segunda mão. Contudo, as vendas e compras de habitação continuam a registar um nível elevado: no período acumulado de 12 meses, foram concluídas quase 570 mil transações, mais 12,8% do que em 2019.

Espanha: contribuição para a inflação por componentes

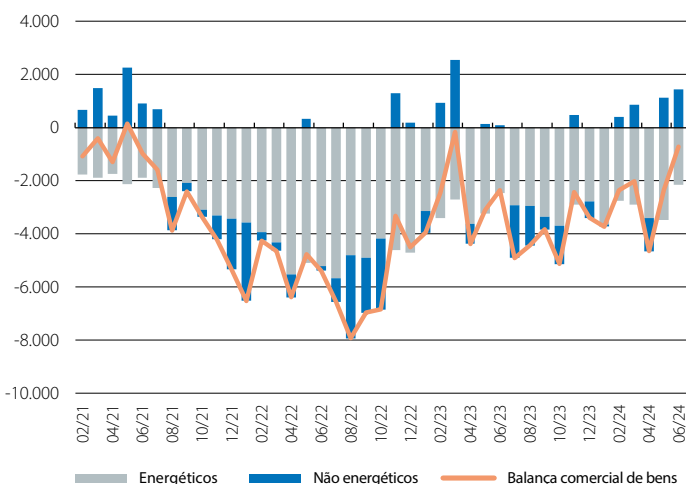
P. p. e variação homóloga (%)



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

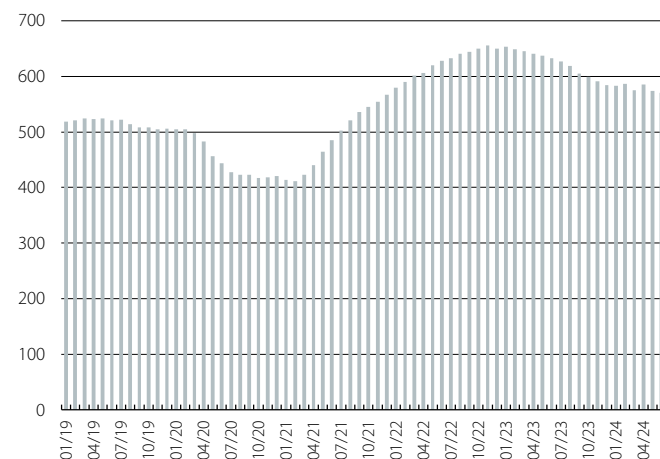
Espanha: balança comercial de bens

Dados mensais (milhões de euros)



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

Espanha: compra e venda de habitações (Milhares)*



Nota: * Acumulado de 12 meses. Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Fatores que impulsionaram a poupança das famílias espanholas

O crescimento do rendimento disponível bruto das famílias (RDB) em termos nominais em 2023 foi de uns impressionantes 11% em termos anuais. Em contrapartida, as despesas das famílias em termos nominais foram menos dinâmicas, com um aumento de 6,1%. Como resultado, a taxa de poupança atingiu 11,7% do rendimento disponível no final de 2023, significativamente acima da média histórica de 6,7% no período 2014-2019. Foram avançadas várias explicações para o facto de o consumo ter tido um desempenho mais modesto do que os rendimentos. No presente artigo, começamos por descrever o comportamento no 1T 2024 e, em seguida, apresentamos algumas ideias-chave que podem ajudar a compreender o que se está a passar.

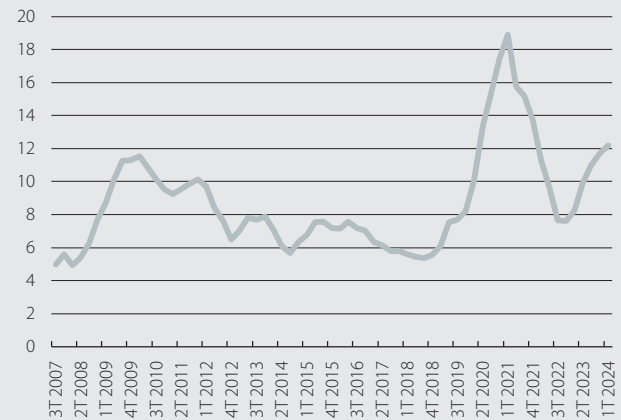
Os dados relativos ao 1T 2024 confirmam que o fosso entre o rendimento disponível e o consumo se manteve, o que deu um novo impulso à taxa de poupança. Mais especificamente, o rendimento disponível nominal cresceu 8,0% em termos homólogos,¹ um registo muito dinâmico apesar do seu abrandamento em relação a 2023, enquanto a despesa de consumo final das famílias aumentou 5,3% em termos homólogos. Na sequência destes dados, a taxa de poupança das famílias para os últimos quatro trimestres somados ascendeu a 12,2% do rendimento, ou seja, 5 décimas de ponto percentual mais elevada do que no final de 2023. Podemos também constatar este aumento das poupanças se nos centrarmos nos dados estanques do 1T: as poupanças brutas foram de 14.000 milhões de euros, o dobro do valor registado no 1T 2023. Este facto é notável, pois o 1T do ano apresenta normalmente poupanças reduzidas, dado que é tradicionalmente o trimestre de maior consumo, juntamente com o 4T; a poupança bruta foi, de facto, negativa em todos os primeiros trimestres entre 2005 e 2019.

O que é que está a impulsionar o rendimento disponível?

O aumento de 8,0% do rendimento disponível nominal explica-se em grande medida pela boa dinâmica do mercado de trabalho. Nomeadamente, no 1T, as remunerações dos empregados aumentaram 8,3% em termos homólogos, o que se repartiu num aumento de 3,8% dos empregados a tempo inteiro e num aumento de 4,5% das remunerações por empregado. De salientar também o bom desempenho dos rendimentos líquidos de propriedade, graças ao aumento dos rendimentos distribuídos pelas empresas que mais do que compensou a subida das taxas de juro, com um aumento homólogo de 54,7%, e do excedente bruto de exploração, que inclui os rendimentos dos trabalhadores independentes e as rendas imputadas

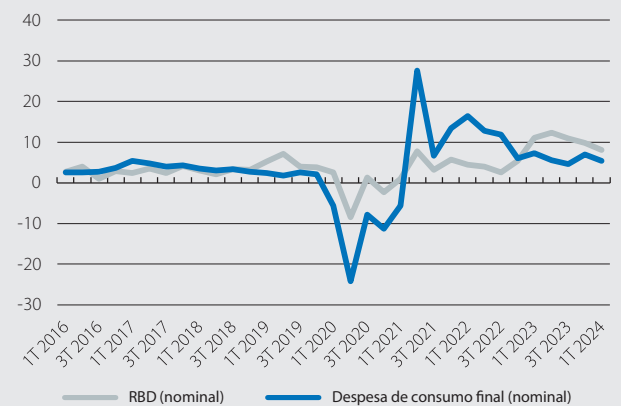
1. Todos os dados do artigo não são corrigidos de sazonalidade, exceto o quarto gráfico, que apresenta dados corrigidos de sazonalidade.

Espanha: taxa de poupança das famílias
(% do rendimento disponível bruto)



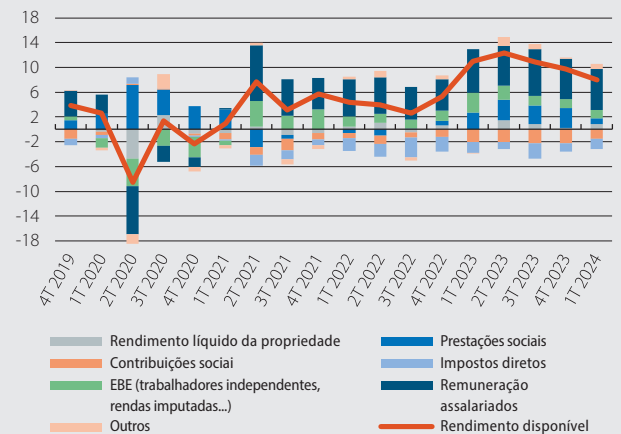
Nota: Acumulado ao longo de 4 trimestres.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo nominal dos agregados familiares
Variação homóloga (%)



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

Espanha: rendimento nominal disponível das famílias, repartição por componente
Variação homóloga (%) e contribuições



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

(+5,8%). Não obstante os excelentes dados, é verdade que o crescimento do rendimento disponível se moderou gradualmente ao longo do último ano: no 1S 2023 cresceu 11,7% em termos anuais; no 2S, 10,3% em relação ao ano anterior; e no 1T 2024, os já referidos 8,0%. A principal razão para este abrandamento é o aumento dos pagamentos ao setor público: há um ano os impostos diretos e as contribuições líquidas de prestações sociais representavam 1,2 p.p. do rendimento disponível e agora 2,2 p.p.

Importa ter em conta que uma das razões para o aumento do rendimento disponível nominal, variável construída ao nível agregado, é o aumento da população impulsionado pelos fluxos migratórios. No último ano até ao 1T 2024, a população aumentou em 492.560 pessoas, graças a um aumento da população nascida no estrangeiro de 558.652 pessoas.² Este aumento da população foi transmitido à criação de agregados familiares, que cresceu cerca de 1% em termos anuais no 1T 2024.³ Neste contexto, é interessante verificar se o dinamismo do rendimento disponível nominal também se verifica no rendimento disponível por agregado familiar, dado o aumento da criação de agregados familiares. Constatamos que esta variável aumentou de facto 6,6% em termos homólogos no 1T 2024, apenas ligeiramente abaixo do crescimento do rendimento agregado. Por último, quando olhamos para o rendimento disponível real por agregado familiar, a fim de ter em conta a evolução do poder de compra deste rendimento face ao aumento dos preços, observamos que este aumentou uns não negligenciáveis 3,4% em termos anuais. Ou seja, as famílias espanholas estão a recuperar o poder de compra, um elemento que, mais cedo ou mais tarde, se deverá refletir no consumo. Comparativamente ao período pré-pandémico, tanto o rendimento disponível nominal por agregado familiar como o rendimento disponível real por agregado familiar são já claramente superiores (ver quarto gráfico).

Os destinos de poupança

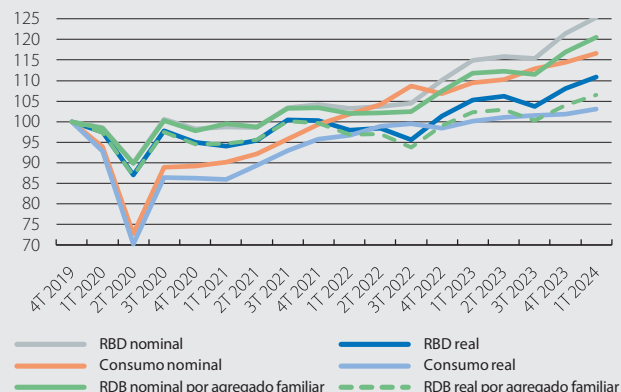
No plano agregado, as famílias aumentaram consideravelmente as suas poupanças nos últimos trimestres, principalmente em resposta a uma conjuntura de taxas de juro relativamente elevadas. Por isso, houve um aumento da compra de ativos financeiros e uma redução da dívida para fazer face à subida das taxas de juro.

A aquisição líquida de ativos financeiros pelas famílias foi de 55.000 milhões de euros em termos acumulados de quatro trimestres até ao 1T 2024, face a 13.456 milhões de euros na média do 1T 2015-2019.⁴ Especificamente, adquiriram em termos líquidos depósitos e numerário no valor de 12.385 milhões (5.144 milhões na média do 1T 2015-2019), fundos de investimento no valor de 23.000 milhões

2. Dados das Estatísticas Contínuas da População (ECP) do INE.
3. Dados do Inquérito às Forças de Trabalho (IFT).
4. Acumulado ao longo de quatro trimestres.

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo das famílias

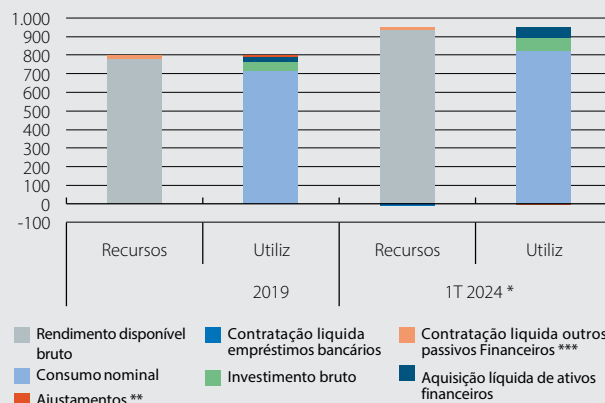
(100 = 4T 2019)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: agregados familiares, recursos e utilizações

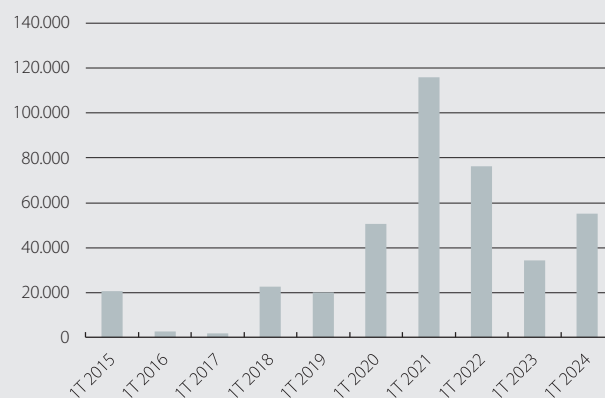
(Milhões)



Notas: * Dados acumulados para 4 trimestres. ** Ajustamento entre contas financeiras e não financeiras, entre outros. Dados em termos nominais. *** Inclui contas a receber e outras contas a pagar (juros acumulados sobre empréstimos, impostos e contribuições pendentes).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: aquisição líquida de ativos financeiros das famílias

(Milhões de euros) *



Nota: * Acumulado durante 4 trimestres.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

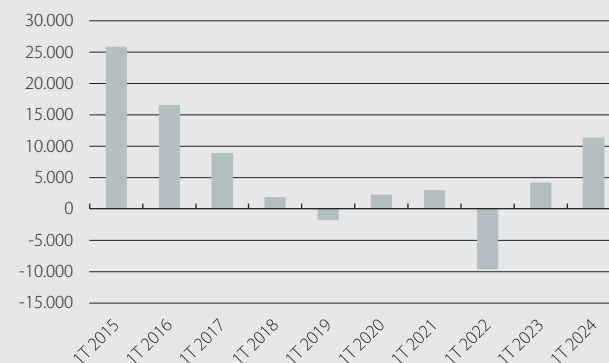
(20.340 milhões de euros no 1T 2015-2019), títulos de dívida no valor de 14.923 milhões (-10.369 milhões de euros no 1T 2015-2019) e seguros e planos de pensões no valor de 4.770 milhões de euros (5.466 milhões de euros no 1T 2015-2019). Espera-se que, nos próximos trimestres, o rendimento das famílias continue a crescer de forma dinâmica e que o poder de compra recupere. Tal facto, associado a taxas de juro mais baixas, deverá incentivar um consumo mais dinâmico.

As famílias, por outro lado, continuaram a desalavancar no 1T 2024, reduzindo a sua dívida no último ano em 4,4 pontos do PIB para 46%, o registo mais baixo desde o 1S 2001. Trata-se de um nível de endividamento 7,3 pontos inferior ao da Zona Euro. Em resultado da subida das taxas de juro, as famílias prolongaram a tendência iniciada no segundo semestre de 2022 e utilizaram as maiores poupanças para a amortização líquida de empréstimos bancários no valor de 11.357 milhões de euros,⁵ face a uma média de 10.299 milhões de euros no 1T 2015-2019.

Devido ao aumento da aquisição líquida de ativos financeiros e à diminuição da dívida, juntamente com um efeito de reavaliação não negligenciável sobre os ativos financeiros de 125.000 milhões no último ano, a riqueza financeira líquida das famílias cresceu 190.000 milhões em comparação com o 1T 2023, para pouco mais de 2,14 biliões de euros, um novo máximo histórico.

Espanha: amortização líquida dos empréstimos bancários das famílias

(Milhões de euros) *



Nota: * Acumulado durante 4 trimestres.

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

5. Acumulado ao longo de quatro trimestres.

Investimento em equipamento em Espanha: uma comparação com a Zona Euro

O investimento em Espanha ainda não arrancou com vigor. Na sequência da pandemia de COVID-19, da crise energética de 2022 e num contexto de forte crescimento económico, o investimento continua a ser inferior aos níveis anteriores à COVID-19. Tendo em conta que a capacidade de crescimento a médio prazo de uma economia é influenciada pelo aumento do *stock* de capital, a fraqueza do investimento merece ser analisada.

Este é o primeiro de uma série de dois artigos em que analisamos o desempenho recente do investimento em equipamento em Espanha e a sua comparação com o resto da Zona Euro. Num segundo artigo deste *Relatório Mensal*, debruçamo-nos sobre os incentivos ao investimento, com base numa análise da evolução da rentabilidade e do custo de financiamento por setor.

Tendências recentes do investimento em Espanha

O primeiro gráfico apresenta a variação do PIB e das suas componentes desde o período pré-pandémico (4T 2019) até ao 2T 2024. Como podemos verificar, o investimento¹ é a componente que apresenta o pior desempenho: todas as componentes do PIB estão acima do seu valor do 2T 2024 no 4T 2019, enquanto o investimento está 1,3% abaixo.

Analisando em pormenor o investimento, verificamos que existe uma grande diversidade. Por conseguinte, enquanto o investimento em construção não residencial ou o investimento em ativos intangíveis se situam muito acima dos valores anteriores à pandemia, o investimento em bens de transporte ou o investimento em construção residencial situam-se muito abaixo desses níveis (15,1% e 7,3% abaixo, respetivamente).

A análise do investimento em bens de equipamento, que se divide em investimento em material de transporte e investimento em outros bens de equipamento, é o objeto do presente artigo. Não consideramos o investimento em construção, dado que o investimento em construção residencial tem dinâmicas próprias ligadas ao mercado imobiliário que não são objeto de análise neste estudo, nem o investimento em ativos intangíveis, cuja análise merece também um capítulo à parte.

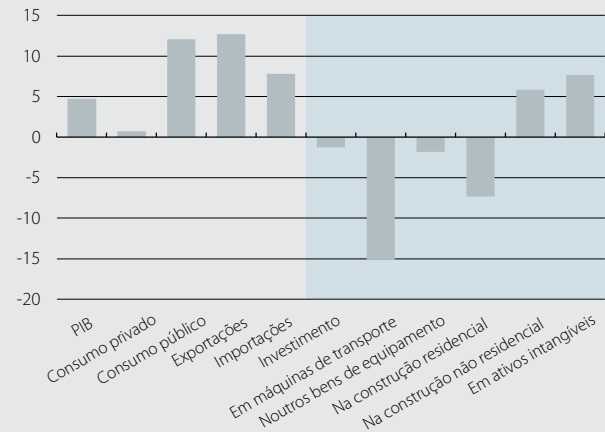
Comparação com a Zona Euro

A fim de avaliar a fragilidade do investimento em bens de equipamento, é útil comparar o desempenho com o dos nossos principais parceiros comerciais na Zona Euro. Para o efeito, comparamos o nível de investimento médio em 2023 com o nível pré-pandémico em 2019.² O segundo

1. Entendida como formação bruta de capital fixo, que exclui, portanto, a acumulação de existências.
 2. Concentramo-nos nos dados médios de 2023, visto que os dados relativos à Zona Euro no seu conjunto ainda não estão disponíveis para o 2T 2024, e, por conseguinte, não nos concentramos nos dados de apenas um trimestre, o 1T 2024, devido à volatilidade inerente aos dados com uma frequência trimestral.

Espanha: PIB e componentes (2T 2024)

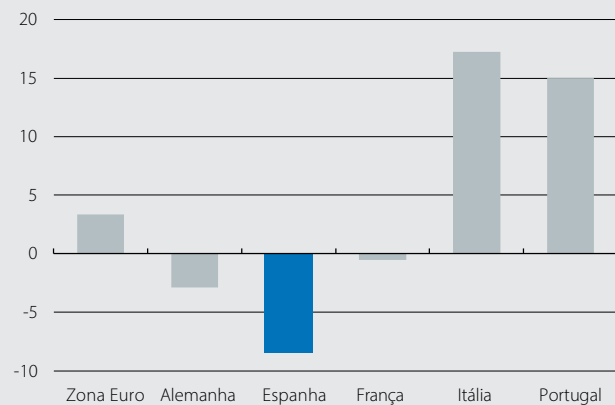
Variação em relação ao 4T 2019 (%)



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

Investimento em bens de equipamento

Variação em 2023 em relação a 2019 (%)

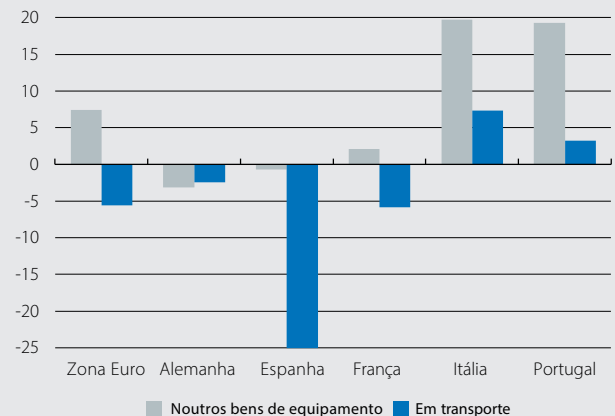


Nota: Investimento em termos reais.

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

Espanha: investimento em equipamento, repartição

Variação em 2023 em relação a 2019



Nota: Investimento em termos reais.

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

gráfico mostra os dados relativos ao investimento total em bens de equipamento.

Como referido anteriormente, o investimento em equipamento em Espanha tem sido fraco, mesmo quando comparado com a Zona Euro. Contudo, se repartirmos o investimento em bens de equipamento em duas componentes, o investimento em bens de transporte e o investimento noutros bens, surgem dinâmicas muito diferentes.

Num terceiro gráfico, podemos constatar que, embora o investimento em outros bens de equipamento esteja longe da média da Zona Euro, apresenta um comportamento semelhante ao de outras grandes economias europeias, como a Alemanha e a França. No entanto, verifica-se também que a área em que o investimento em Espanha apresenta um comportamento diferencial negativo em relação às restantes economias europeias é o investimento em bens de equipamento de transporte. O investimento nesta categoria foi, em média, 5,6% inferior ao nível de 2019 na Zona Euro em 2023, enquanto em Espanha foi 25,1% inferior.

Uma visão setorial

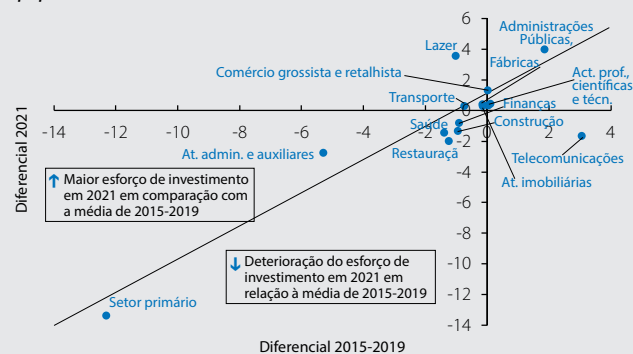
A fim de melhorar a compreensão da dinâmica do investimento, analisamos pormenorizadamente cada setor em Espanha. Os dados disponíveis sobre o investimento por tipo de ativo e por setor, infelizmente, só vão até 2021, por enquanto. Contudo, os dados para 2021 já oferecem resultados interessantes.³

O quarto gráfico mostra o diferencial do esforço de investimento em outros bens de equipamento para cada setor da economia espanhola em relação ao esforço de investimento de cada setor na média da Zona Euro. O esforço de investimento é definido como o rácio entre o investimento e o valor acrescentado bruto (VAB). O gráfico apresenta o diferencial em 2021 no eixo vertical e o diferencial na média 2015-2019 no eixo horizontal. Quando um setor se situa na linha diagonal preta, significa que o diferencial se manteve inalterado nos dois períodos em análise. Os pontos acima da linha indicam que o setor melhorou o seu esforço de investimento relativamente à média da Zona Euro em 2021, em comparação com o período 2015-2019, e vice-versa com os pontos abaixo da linha.

Conforme se pode observar, o diferencial do esforço de investimento em outros bens de equipamento melhorou para a maioria dos setores em 2021, em comparação com a média de 2015-2019. O setor da informação e telecomunicações constitui a principal exceção, apresentando um diferencial positivo de cerca de 3 p. p. em 2015-2019 e, em 2021, um diferencial negativo de quase 2 p. p.

3. Do ponto de vista qualitativo, os resultados da secção anterior mantêm-se se nos concentrarmos na comparação da média de 2021 com a de 2019.

Esforço de investimento noutros bens de equipamento: diferencial em relação à Zona Euro por setor (p. p.)



Notas: CNAE a um dígito. O esforço de investimento é o investimento em cada setor sobre o VAB de cada setor.

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

Contudo, quando analisamos o esforço de investimento em bens de equipamento de transporte (ver o quinto gráfico), verificamos que o diferencial em 2021 se agravou ligeiramente para a maioria dos setores, com muitos setores a apresentarem agora diferenciais negativos. Destacam-se ainda três casos: o próprio setor dos transportes e armazenamento, que apresenta uma deterioração muito acentuada do seu diferencial positivo (-5,5 p. p.); o setor do comércio a retalho e grossista, que também apresenta uma deterioração substancial do diferencial, embora não tão acentuada (-0,7 p. p.); e o setor das atividades administrativas e de apoio, que apresenta uma melhoria muito substancial do seu diferencial de +4,2 p. p., permitindo-lhe passar de um diferencial negativo em 2015-2019 para um positivo em 2021.

Deve ter-se em conta que estes três setores representam a maior parte do investimento em equipamento de transporte em Espanha: o conjunto dos três setores representa quase 77% do total do investimento em material de transporte e o seu peso está distribuído de forma muito equilibrada. Verificamos, assim, que o esforço de investimento em material de transporte sofreu uma ligeira retração em todos os setores da economia, sendo que a retração foi acentuada em dois dos três principais setores que mais investem em material de transporte, enquanto houve uma melhoria substancial no outro principal setor.

Lamentavelmente, os dados das contas nacionais apenas fornecem informações sobre o investimento em equipamento de transporte ao nível do primeiro dígito da CNAE, mas não ao nível do segundo dígito, pelo que não é possível investigar a dinâmica do esforço de investimento nos setores acima mencionados: transportes e armazenamento, comércio retalhista e grossista e atividades administrativas e de apoio.

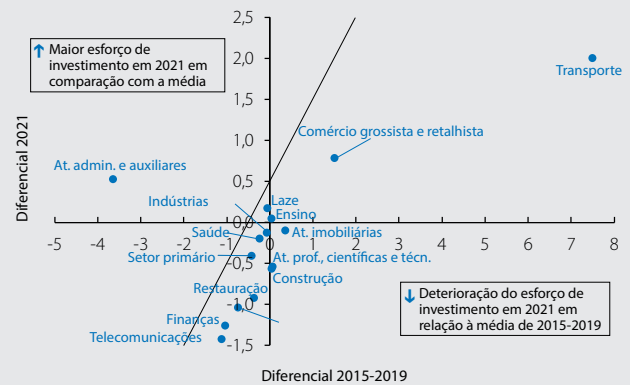
Conclusões

O investimento em equipamento em Espanha tem sido fraco nos últimos anos. Não obstante, se distinguirmos o investimento em material de transporte do investimento em outros bens de equipamento, verificamos que, no que respeita à Zona Euro, é o investimento em bens de transporte que apresenta um comportamento diferencial negativo. Em contrapartida, a dinâmica do investimento noutros bens de equipamento é mais semelhante à de outras grandes economias europeias.

Considerando a distribuição setorial, este fraco desempenho do investimento em material de transporte é transversal a todos os setores da nossa economia, embora se destaque a deterioração do esforço de investimento em dois setores em particular, os transportes e armazenamento, e o comércio a retalho e grossista.

Independentemente do caso particular do investimento em material de transporte, o tom fraco que caracteriza o investimento em equipamento no seu conjunto pode dever-se a uma diminuição da rentabilidade das empresas nos últimos anos, em resultado dos choques que a economia teve de suportar, e/ou ao aumento do custo de financiamento associado ao endurecimento da política monetária desde meados de junho de 2022. O nosso segundo artigo sobre investimentos neste relatório explora esta questão.

Esforço de investimento em equipamento de transporte: diferencial em relação à Zona Euro por setor (p.p.)



Notas: CNAE a um dígito. O esforço de investimento é o investimento em cada setor sobre o VAB de cada setor.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Rentabilidade e custo do financiamento das empresas em Espanha

No Focus anterior deste *Relatório Mensal*, dedicado à análise da evolução do investimento, concentrámo-nos em descrever o comportamento do investimento por tipo de ativo e por setor, e em comparar o de Espanha com o da Zona Euro. No presente artigo, pretendemos analisar os incentivos ao investimento.

Para o efeito, analisaremos a evolução do diferencial entre a rentabilidade dos ativos de cada setor e o seu custo de financiamento.¹ Intuitivamente, se o diferencial entre a rentabilidade e o custo aumenta, deveremos assistir a um maior investimento, e vice-versa. Recorremos, para tal, a informação da Central de Balanços Trimestral (CBT) do Banco de Espanha, que fornece dados sobre a rentabilidade e o custo de financiamento até ao 1T 2024.²

O primeiro gráfico mostra a variação do diferencial entre a rentabilidade e o custo de financiamento para o total da economia, para os setores da energia, indústria e serviços, e para um conjunto de subsectores dos serviços. As barras cinzentas mostram a variação da diferença média no período 2020-2023³ em comparação com a diferença média em 2015-2019. Os pontos azuis mostram a variação de 2023 em relação à média de 2015-2019, para observar a situação do diferencial no último ano disponível, que é também o ano mais afetado pelas subidas das taxas de juro do BCE.⁴

Para todos os setores, o diferencial médio para 2020-2023 é ainda ligeiramente inferior ao nível pré-pandémico de 2015-2019, mas o diferencial é muito pequeno. Por

1. A rentabilidade dos ativos é definida como:

$$\frac{\text{(Resultado corrente líquido + encargos financeiros)}}{\text{(Ativo líquido + ajustamento a preços de mercado)}}$$

O resultado corrente líquido é o valor acrescentado bruto deduzido das despesas de pessoal, dos encargos financeiros líquidos, das amortizações e das provisões de exploração. Os ativos líquidos são o capital próprio mais os fundos emprestados ao custo.

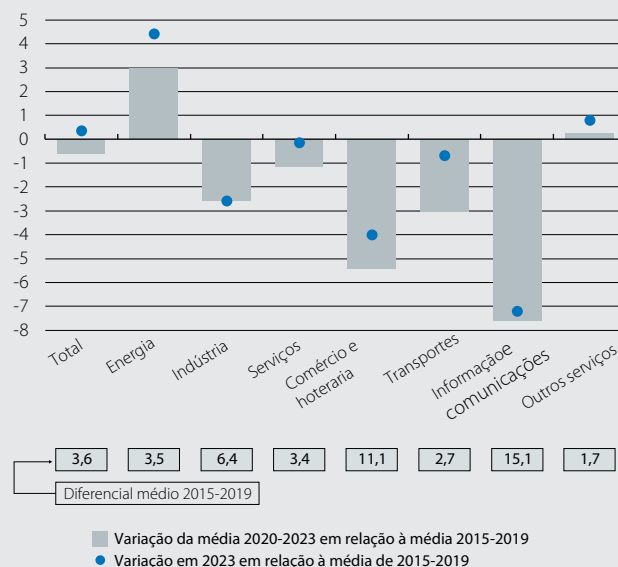
O custo do financiamento é definido como as despesas financeiras sobre os capitais alheios emprestados.

2. Utilizamos os dados da Central de Balanços Trimestral (CBT), em vez da Integrada (CBI), que tem dados mais representativos, porque os dados da CBI só abrangem o período até 2022, pelo que não mostram o impacto do aumento das taxas de juro que teve lugar em 2023. Os dados do CBT vão até ao primeiro trimestre de 2024. Comparámos, para o histórico disponível, a evolução das variáveis CBT e CBI consideradas e, embora existam diferenças de nível e volatilidade, as tendências são semelhantes em ambas as fontes.

3. Consideramos a média de 2020-2023 para captar tanto as quedas de rentabilidade observadas durante a pandemia de COVID como as recuperações subsequentes.

4. Assim, por exemplo, a diferença entre a rentabilidade e o custo de financiamento foi de 6,4 p.p. para o setor na média de 2015-2019. Na média de 2020-2023, o diferencial deteriorou-se em 2,6 pontos percentuais (barra cinzenta) para uma diferença média de 3,8 p.p.

Espanha: variação do diferencial entre rentabilidade e custo de financiamento (p.p.)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Central de Balanços Trimestral (Banco de Espanha).

setor, no entanto, verifica-se uma grande heterogeneidade. Ainda que o setor da energia apresente um diferencial médio em 2020-2023 muito superior ao da pré-pandemia, graças à evolução dos preços da energia durante este período, verificamos que o diferencial médio nos serviços e, sobretudo, na indústria é ainda significativamente inferior ao nível pré-pandemia. Além disso, na indústria, mesmo em 2023, ainda não há sinais de que o diferencial esteja a diminuir. Dentro do setor dos serviços, há também muita heterogeneidade: enquanto nos setores do retalho e da hotelaria, dos transportes e da informação e telecomunicações se observa um diferencial entre os rendimentos e o custo de financiamento ainda muito abaixo dos níveis pré-pandemia, nos restantes setores dos serviços o diferencial já recuperou para o nível médio pré-pandemia.

No entanto, nem todos os setores têm a mesma quota de participação no investimento em bens de capital. Assim, a evolução do diferencial entre rentabilidade e custo de financiamento é mais relevante para os setores com maior peso no investimento total. A indústria transformadora representou, por ordem decrescente, 19,4% do total do investimento em equipamento em 2019, seguindo-se o setor do comércio e hotelaria, que representou 14,4%, e o setor dos transportes e armazenagem, com 13,9%. O conjunto destes três setores representa quase 50% de todo o investimento em equipamento e, em todos eles, a rentabi-

lidade dos ativos agravou-se em comparação com o período pré-pandemia.⁵

É igualmente interessante investigar se as alterações na diferença entre a rentabilidade e o custo financeiro se devem a alterações na rentabilidade ou no custo financeiro. Para o efeito, o último gráfico reparte o diferencial em 2023 em relação à média entre 2015 e 2019 em função da evolução da rentabilidade (barras cinzentas) e da evolução do custo de financiamento (barras azuis).

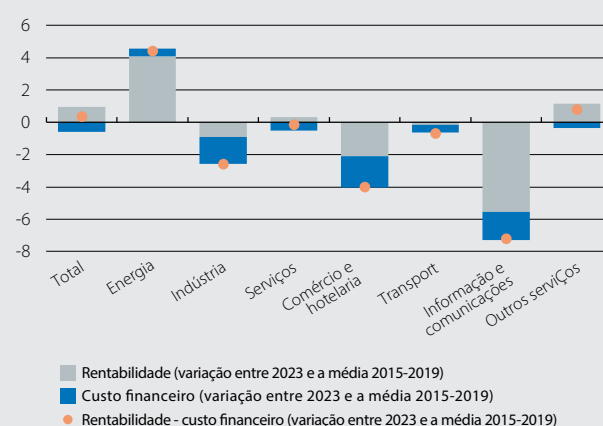
No gráfico, verifica-se que o aumento do custo do financiamento explica mais de metade da diminuição do diferencial em 2023, em relação a 2015-2019, para a indústria transformadora e o setor dos transportes, e metade da diminuição para o setor do comércio e da hotelaria. É exatável que os diferenciais melhorem em 2024 e 2025, uma vez que o BCE continua a baixar as taxas de juro.

Conclusões

Na média dos anos 2020 e 2023, o diferencial entre a rentabilidade dos ativos e o custo de financiamento da economia no seu conjunto diminuiu apenas ligeiramente em comparação com a média de 2015-2019. Todavia, os setores mais intensivos em investimento em equipamento registaram uma redução mais significativa do diferencial entre a rentabilidade e os custos financeiros e, em alguns casos, como na indústria, sem sinais de recuperação. Esta degradação do diferencial deve-se tanto a uma diminuição da rentabilidade como a um aumento dos custos de financiamento, este último ligado ao ciclo de endurecimento da política monetária que o BCE iniciou em meados de 2022.

A degradação do diferencial entre a rentabilidade e o custo de financiamento pode estar a afetar negativamente as decisões de investimento das empresas, embora esperemos que este estreitamento seja, em certa medida, invertido nos próximos trimestres, à medida que as taxas de juro continuem a descer.

Espanha: variação do diferencial entre a rentabilidade ordinária dos ativos menos os custos financeiros (repartição)
(p.p.)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Central de Balanços Trimestral (Banco de Espanha).

5. A informação contida na CBT não permite desagregar o setor do comércio do setor da hotelaria e restauração. Os números podem também ser dominados pelo segmento do comércio, que, segundo os dados das Contas Nacionais, em 2022 pesava 70%, contra 30% para a hotelaria e restauração. Ainda de acordo com a CBI, em 2022, a diferença entre a rentabilidade e o custo do financiamento no setor do retalho e da hotelaria já tinha atingido o nível pré-pandémico de 2019.

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	06/24	07/24	08/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	-1,2	-2,3	-0,9	-0,3	0,4	0,6	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,5	-8,2	-8,1	-5,2	-5,5	-5,9	-4,4	-3,5
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	47,3	45,9	50,7	52,8	52,3	51,0	50,5
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,3	4,3	0,8	2,9	-	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,1	-3,4	-9,2	-10,4	-9,5	-9,9	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	4,5	4,2	6,3	7,8	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	21,9	18,9	15,8	14,3	14,3	13,7	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	50,9	51,2	54,3	56,6	56,8	53,9	54,6
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,3	2,5	2,0	2,8	1,1	0,4	0,4	1,0	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	6,9	11,9	4,2	9,6	2,2	3,4	-6,5
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-16,1	-19,0	-17,2	-14,4	-14,2	-13,7	-15,2
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,6	3,1	3,4	3,6	3,0	2,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	13,0	12,2	11,9	11,8	12,3	11,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ³	3,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,5	2,4	2,3
PIB	5,8	2,5	1,9	2,2	2,6	2,9	-	-	-

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	06/24	07/24	08/24
Inflação global	8,4	3,6	2,8	3,3	3,1	3,5	3,4	2,8	2,2
Inflação subjacente	5,1	6,1	6,0	4,5	3,5	3,0	3,0	2,8	2,7

Setor externo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	4,5	-1,4	-6,9	-4,9	-4,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-1,2	-7,2	-9,8	-7,1	-7,1	...	...
Saldo corrente	8,2	37,7	35,8	37,7	39,2	44,0	44,0	...	...
Bens e serviços	16,3	60,1	54,6	60,1	62,0	67,1	67,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-8,1	-22,4	-18,8	-22,4	-22,8	-23,1	-23,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,7	53,7	50,0	53,7	53,5	58,8	58,8	...	...

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	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	-0,3	0,4	2,5	3,4	4,5	3,5	...
À vista e poupança	7,9	-4,5	-6,9	-7,6	-6,6	-4,0	-1,9	-2,6	...
A prazo e com pré-aviso	-19,6	52,2	69,8	90,2	104,4	77,4	68,0	58,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,5	8,8	11,3	9,4	-1,5	-2,2	-4,1	6,3	...
TOTAL	5,2	1,1	0,5	1,1	2,2	3,1	3,9	3,7	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	-2,5	-3,4	-3,7	-2,9	-1,9	-1,3	-1,1	...
Empresas não financeiras	0,9	-3,4	-4,6	-5,2	-4,0	-2,7	-1,8	-1,7	...
Famílias - habitações	1,0	-2,6	-3,4	-3,3	-2,8	-2,0	-1,5	-1,0	...
Famílias - outros fins	-0,6	-0,2	0,0	-0,5	-0,3	0,5	0,7	0,3	...
Administrações Públicas	0,2	-3,4	-4,6	-5,5	-2,9	-3,2	-2,7	-6,3	...
TOTAL	0,7	-2,6	-3,4	-3,8	-2,9	-2,0	-1,4	-1,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,5	3,4	...	...

Notas: 1. Dado deflacionado e excluindo estações de serviço. 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, S&P Global PMI, 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 (DF-EEF), 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

