Estagflação ou «permacrise»?

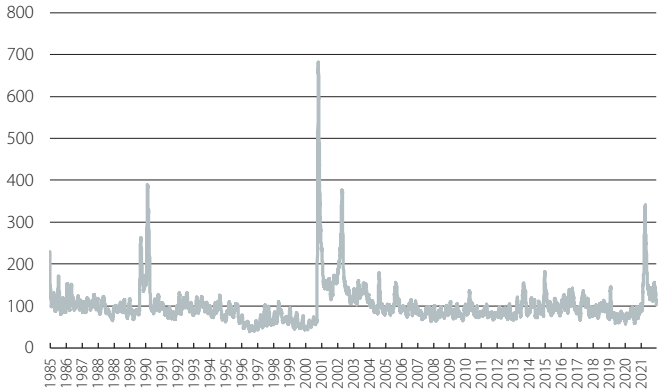
Choque geopolítico: um ambiente de maior risco no horizonte. Nos últimos meses multiplicaram-se os choques do lado da oferta e da procura, o que resultou num cenário económico com subida da inflação e menos crescimento do que se esperava nos trimestres passados. Ao legado da pandemia (estrangulamentos, reduzida procura e um mercado de trabalho em recuperação) juntou-se a guerra da Ucrânia, *o choque* energético resultante e políticas monetárias restritivas, com os ciclos de subidas das taxas de juro mais rápidos em décadas, em economias como EUA ou a Zona Euro. Neste ambiente, a palavra estagflação voltou a entrar no nosso léxico. No entanto, talvez o que mais defina o ambiente atual é o elevado grau de incerteza e um contexto internacional em que as tensões geopolíticas voltaram ao centro do cenário. Neste ano, o índice de risco geopolítico GPR chegou aos 160 pontos. Desde 1985, em média anual, só entre 2001 e 2003 é que o índice ultrapassou os 150 pontos. Assim, não é de estranhar que o dicionário britânico Collins tenha nomeado a «permacrise» (período prolongado de instabilidade) como palavra do ano.

Choque energético: preços do gás permanentemente altos. Um dos principais determinantes do cenário atual é a crise energética. Em novembro, os preços médios do gás visível no principal índice de referência europeu (TTF) diminuiu para 118 €/MWh (–15% relativamente a outubro), apoiado por um elevado nível de reservas no conjunto da UE, próximo dos 92% no final de novembro (comparativamente com uma média para o mesmo período de 82% nos últimos cinco anos), resultante de uma elevada substituição de importações e de consumo reduzido. Contudo, esta diminuição ocorreu num mês em que as temperaturas estavam relativamente altas e, em qualquer caso, os preços estão ainda 44% mais altos do que há um ano e seis vezes mais altos do que a média histórica (cerca de 20 €/MWh). Além disso, os contratos futuros continuam a apontar para preços superiores a 100 €/MWh durante os próximos dois anos, sugerindo que os preços elevados da energia continuarão a limitar a atividade empresarial e doméstica.

Choque inflacionista: será que o pico já passou? Como resultado da moderação dos preços da energia, a inflação global na Zona Euro situou-se nos 10,0% em novembro (comparativamente com 10,6% em outubro), a primeira descida desde meados de 2021. A inflação subjacente (sem energia e alimentação) manteve-se estável, nos 5,0%. Nos EUA a trajetória de moderação da inflação manteve-se em outubro, com uma queda da inflação global até aos 7,7% (comparativamente com os 8,2% em setembro) e a inflação subjacente nos 6,3% (comparativamente com os 6,6% em setembro). Este arrefecimento da inflação pode apoiar uma moderação no ritmo da subida das taxas de juro por parte da Fed e do BCE. No entanto, é ainda cedo para afirmar que a inflação atingiu o pico, sendo provável que haja volatilidade nos dados, mas pode esperar-se uma trajetória moderada e gradual até 2023. Em particular, os próprios efeitos de base, a maior estabilidade dos preços energéticos, a atenuação dos estrangulamentos económicos, o arrefecimento da atividade económica e os efeitos limitadores de segunda ordem deverão, no seu conjunto, permitir a correção dos desequilíbrios entre a oferta e a procura e, assim, sustentar a redução gradual da inflação do próximo ano.

Global: índice de risco geopolítico (GPR)

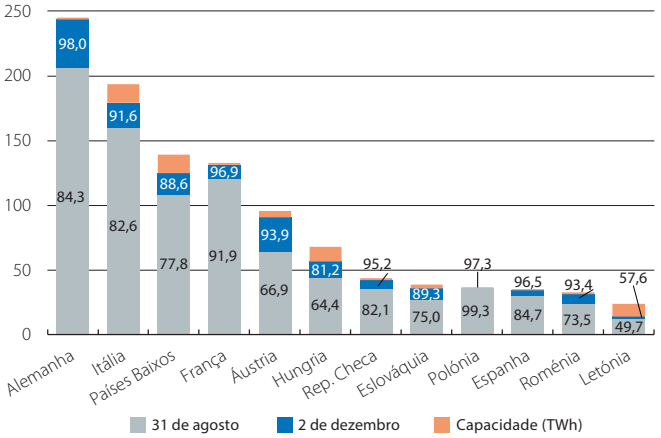
Nível (100 = média do período 1985-2019)



Nota: *É apresentada a média móvel de 30 dias. O índice de risco geopolítico é elaborado a partir de artigos de jornais, mediante a procura de palavras-chave relacionadas com riscos geopolíticos. Um valor de índice mais elevado indica um aumento do risco geopolítico.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados de Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», American Economic Review, abril, 112 (4), pp. 1194-1225 (dados descarregados de https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm a 12 de dezembro de 2022).*

Europa: reservas de gás

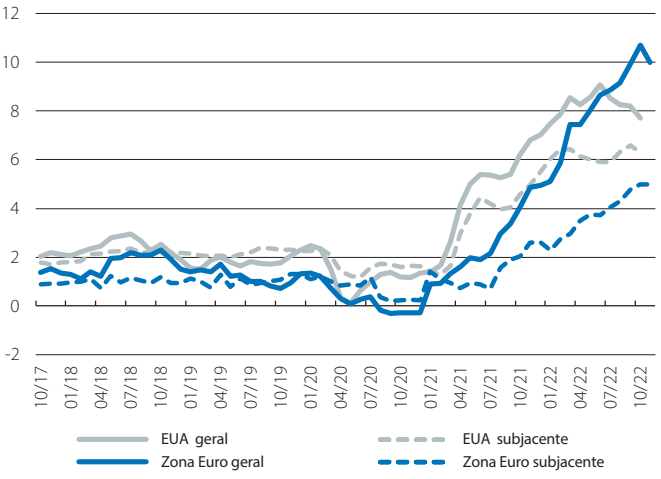
Nível de armazenamento (TWhy % da capacidade total)



Nota: *No gráfico foram adicionadas as percentagens a que correspondem os níveis de armazenamento em cada momento, relativamente à capacidade total de cada país.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Gas Infrastructure Europe.*

EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.*

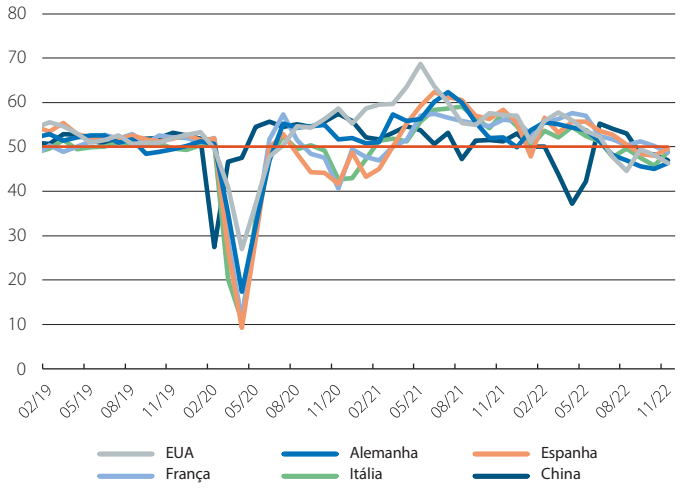
Choque na oferta: os riscos de rutura diminuíram. Na Zona Euro, o dado do PMI compósito (47,8 em novembro em comparação com 47,3 em outubro) foi melhor que o esperado, embora em linha com uma ligeira contração do PIB no 4T. A melhoria concentrou-se nos dados do PMI de produção (de 46,4 para 47,1 em novembro), uma dinâmica que poderá refletir a normalização das cadeias de abastecimento. Por sua vez, o PMI dos serviços manteve-se inalterado e também na zona de contração (48,6 pontos). A publicação do índice Ifo de confiança empresarial da Alemanha em novembro destaca a mesma mensagem. Apesar da subida ligeira em novembro (de 84,5 a 86,3 pontos), os dados são coerentes com uma queda da atividade. Por outro lado, nos EUA, os dados também indicam sinais de arrefecimento na atividade. Em particular, o ISM de produção, que em novembro ficou abaixo dos 50 pontos pela primeira vez desde maio de 2020, enquanto, no mercado de trabalho, o ritmo de criação de emprego foi moderado , atingindo os 263.000 postos de trabalho, um número relativamente elevado, mas inferior ao de outubro.

Choque alimentar: economias emergentes em situação de vulnerabilidade. Como indicava recentemente o Banco Mundial, a inflação dos bens alimentares excedeu a inflação global em 90% dos 156 países com dados disponíveis. As economias em desenvolvimento e emergentes encontram-se numa particular situação de vulnerabilidade, e cerca de 90% das mesmas com níveis de inflação dos alimentos superior a 5%. Apesar da recente moderação de preços, os riscos continuam elevados. A deterioração do contexto geopolítico, em particular a guerra da Ucrânia é a preocupação número um. Contudo, o ambiente global de inflação e taxas de juro mais elevadas cria pressões crescentes sobre os preços dos alimentos devido a custos mais elevados das matérias-primas, salários e custos de capital. Além disso, o Banco Mundial indicou que a percentagem de população mundial em situação de vulnerabilidade alimentar continuará a aumentar, agravando todos os efeitos adversos que gera a longo prazo.

Sucessão de choques na China: as restrições sanitárias continuarão a pesar na economia. A atividade na China continua a mostrar sinais de fraqueza no 4T. Enquanto o país luta para conter o maior ressurgimento de casos de COVID-19 desde o início da pandemia, e as autoridades se debatem com política COVID Zero, a atividade mostra fortes sinais de abrandamento. O PMI compósito oficial da China caiu pelo quinto mês consecutivo em novembro, situando-se nos 47,1 pontos (comparativamente com 49,0 em outubro). Além disso, o último pico de casos é o que apresenta maiores riscos desde a primeira vaga, devido à sua dispersão geográfica: mais de 100 cidades registaram casos nos últimos dias (comparativamente a cerca de 50 em abril). O baixo nível de vacinação, juntamente com a falta de capacidade no sistema de saúde, não permitem antever uma reabertura sustentada da economia chinesa nos próximos meses (ver Focus «Os sintomas da China: mais do que COVID» neste mesmo relatório). Embora tenham surgido sinais de um esforço concertado para tornar a política sanitária mais flexível, há ainda um longo caminho a percorrer. A baixa imunidade da população é uma importante limitação para a reabertura sustentada da economia e é provável que seja necessário manter restrições relativamente elevadas para conter a pressão sobre o sistema de saúde a curto prazo. Além disso, a experiência da reabertura noutros países asiáticos mostra que as taxas de mobilidade levam mais de seis meses a normalizar.

Global: PMI compósito

Nível



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do PMI Markit, via Refinitiv.*

Global: inflação dos preços dos alimentos

Variação homóloga (%)

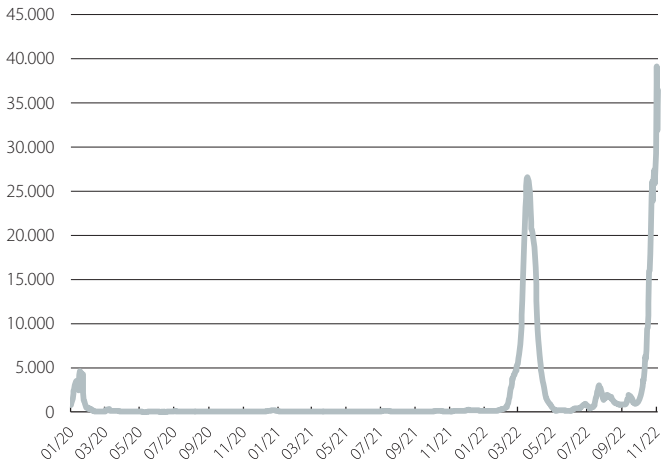
País	Inflação nominal dos alimentos	País	Inflação real da alimentação
Zimbabué	321%	Zimbabué	52%
Líbano	208%	Líbano	46%
Venezuela	158%	Irão	32%
Turquia	99%	Sri Lanka	20%
Argentina	87%	Ruanda	17%
Sri Lanka	86%	Hungria	15%
Irão	84%	Colômbia	15%
Ruanda	41%	Uganda	15%
Suriname	40%	Turquia	13%
Laos	39%	Macedónia do Norte	13%

Notas: *São apresentados os 10 países com a maior inflação (real e nominal) dos preços dos alimentos. A inflação real dos preços dos alimentos é calculada com a inflação dos alimentos menos a inflação global.*

Fonte: *BPI Research, a partir de dados do último relatório de segurança alimentar do Banco Mundial (novembro de 2022).*

China: novos casos confirmados de COVID- 19

Casos diários (média de 7 dias)



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Universidade Johns Hopkins, via Our World in Data.*

Sintomas da China: mais do que COVID

A China enfrenta um ambiente económico particularmente desafiante. À crise imobiliária e ao abrandamento da procura global, dois motores importantes do crescimento chinês nas últimas décadas, junta-se um terceiro elemento, cujo potencial de distorção ganhou força nos últimos dois anos: a política COVID Zero. A resposta das autoridades aos novos surtos da pandemia levou ao confinamento de algumas das maiores cidades da China, ao encerramento do comércio e ao aumento dos cuidados por parte dos consumidores chineses, o que aumenta a volatilidade do contexto económico. Como resultado destas três forças, espera-se que o crescimento económico da China fique perto dos 3% este ano, o crescimento mais lento em quase meio século (com a exceção de 2020, quando o gigante asiático cresceu 2,2%). A médio prazo, o crescimento económico parece também destinado a abrandar. O XX Congresso do Partido Comunista da China (PCC) deu algumas pistas sobre a «caixa preta» da política chinesa e as principais prioridades para os próximos cinco anos.

Sintoma 1: COVID Zero ou dores de crescimento?

A extensão indefinida da política de COVID Zero na China pode ser entendida como resultado de três fatores: Uma capacidade mais limitada do sistema de saúde para lidar com um surto de infeções após a reabertura da economia, baixa taxa de vacinação e a narrativa política, que ao longo do período destacou repetidamente o sucesso da estratégia chinesa para evitar as elevadas taxas de mortalidade observadas noutros países.[1] Assim, a curto prazo, a variável que poderia levar a um suavização sustentada da política COVID Zero é o reforço da vacinação, tendo em conta o reforço do discurso oficial que favorece as atuais políticas de saúde.

Até à primeira metade de novembro, 57% da população na China tinha recebido três doses, em comparação com os 73% na UE e os 69% nos EUA que contavam com apenas duas doses.[2] Além disso, entre a população mais velha (com mais de 80 anos) este número situa-se nos 40%, muito abaixo do limiar que permitiu a reabertura fundamentada da economia noutros países asiáticos (todos com taxas de vacinação superiores a 90% entre a população mais velha no momento da reabertura). Finalmente, o ritmo de vacinação mostra sinais de estagnação nos últimos meses (0,01% de vacinas administradas por dia, em percentagem da população total, em comparação com a média de cerca de 0,5% no inverno de 2021). Em suma, para além dos ajustes periódicos da política COVID Zero, este fator pode continuar a pesar significativamente na economia chinesa até 2023, quer devido à necessidade de confinamento «forçado» em caso de reabertura (para evitar pressão excessiva no sistema de saúde), quer pela continuação da estratégia adotada para a eliminação do vírus.

Comparação de indicadores económicos

	China		Japão	Coreia do Sul	EUA	Zona Euro	BRICS	ASEAN
	2000-2009	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019	2015-2019
PIB per capita (PPA, dólares internacionais)	5.163	14.554	41.468	40.896	60.489	45.311	11.565	11.775
Crescimento do PIB (média anual, %)	10,4	6,7	0,9	2,8	2,4	1,7	5,8	5,6
Índice de Gini	42,0	38,6	32,9	31,4	41,3	33,3	38,0	38,6
Pedidos de patentes (por 1000 habitantes)	0,1	0,9	2,0	3,2	0,9	0,3	0,4	0,0
Consumo total (% do PIB)	55,8	55,0	74,5	63,9	81,8	76,1	64,6	71,0
Consumo público total (% do PIB)	15,3	16,4	19,6	15,8	14,1	20,4	14,3	11,7
Receitas fiscais (% do PIB)	16,9	17,7	30,6	24,8	25,9	40,2	10,5	14,2
Despesas correntes com a saúde (% do PIB)	4,2	5,1	10,7	7,3	16,7	10,3	4,7	3,8
Despesas privadas com a saúde (% das despesas correntes)	66,9	42,5	16,0	41,8	49,2	25,2	55,0	53,6
Despesas privadas diretas com a saúde (% das despesas correntes)	56,2	35,6	12,9	32,4	11,5	16,2	44,3	41,3
Camas hospitalares (por cada 1000 pessoas)	1,9	4,0	13,1	12,1	2,8	5,5	2,5	1,1
Médicos (por cada 1000 pessoas)	1,2	1,9	2,4	2,3	2,6	5,6	1,5	0,6

Notas: *Para os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), países da ASEAN (Brunei, Camboja, Indonésia, Laos, Malásia, Myanmar, Filipinas, Singapura, Tailândia e Vietname) e Zona Euro (Alemanha, Espanha, França e Itália), são utilizadas médias ponderadas pela população de cada país.Para todos os países, é utilizada a média do período 2015-2019 ou os últimos dados disponíveis até 2019 no momento da elaboração do exercício. O índice de Gini é uma forma de medida da desigualdade e pode apresentar valores entre zero e cem. Os números mais elevados refletem níveis mais elevados de desigualdade, e vice-versa. O consumo total é a soma do consumo final das famílias (consumo privado) e do consumo final público.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do Banco Mundial e da OCDE (Global Revenue Statistics Database).*

1. Os números oficiais sobre a mortalidade por COVID-19 na China mostram uma taxa de mortalidade acumulada de 0,4 pessoas por 100 000 habitantes, uma das mais baixas do mundo (por exemplo, 37,6 no Japão, 257,8 na UE, 316,3 nos EUA). EUA e 31,6 no conjunto da Ásia). Ao comparar as estimativas de mortalidade excessiva durante este período, a China ainda estaria numa posição de "liderança", embora um pouco menos reforçada: entre três e 190 óbitos em excesso por 100 000 habitantes na China, em comparação com 81-99 no Japão, 330-340 na UE, 370-410 nos EUA e 160-380 no continente asiático. Ver *The Economist* (2022), «The pandemic's true death toll» (data de consulta: 31 de outubro de 2022).
2. A tecnologia utilizada nas vacinas administradas na China é considerada de menor eficácia e estima-se que sejam necessárias três doses destas vacinas para atingir o grau de proteção equivalente a duas doses das vacinas ANRm, predominantemente utilizadas na UE e nos EUA

A atual política de saúde da China deve ser observada num contexto mais amplo. Embora a China tenha sido o motor do crescimento global nas últimas duas décadas, é um país de rendimento médio, com um PIB per capita próximo a um terço da média da Zona Euro (em paridade do poder de compra), e um quarto do nível dos EUA (ver quadro). Neste contexto, embora as despesas de saúde tenham aumentado nos últimos anos, são ainda substancialmente inferiores às dos países mais desenvolvidos e as infraestruturas básicas de saúde (calculada pelo número de camas hospitalares ou médicos por paciente) são também mais limitadas, embora com melhores taxas do que outros países emergentes, como o resto dos BRICS ou o grupo ASEAN.

Em particular, os EUA surgem como líder nas despesas correntes de saúde, embora quase 50% sejam despesas privadas, e esta despesa elevada reflete também os elevados custos sob os quais o sistema de saúde funciona neste país (as despesas privadas incluem despesas diretas das famílias em produtos ou serviços de saúde, despesas das seguradoras privadas ou do setor social). Nos países da Zona Euro ou no Japão, as despesas no setor da saúde aproximam-se dos 10% do PIB e a despesa privada representa menos de 25% da despesa total. Em comparação, na China, não só a despesa total com a saúde é inferior, como 40% desta despesa é privada, uma parte significativa desta corresponde à despesa direta das famílias (35% da despesa total com a saúde). No seu conjunto, estes dados apontam para um sistema de saúde ainda em desenvolvimento, com uma parte significativa da população com acesso limitado a cuidados de saúde.

Sintoma 2: Baixo consumo privado ou falta de um sistema de segurança social?

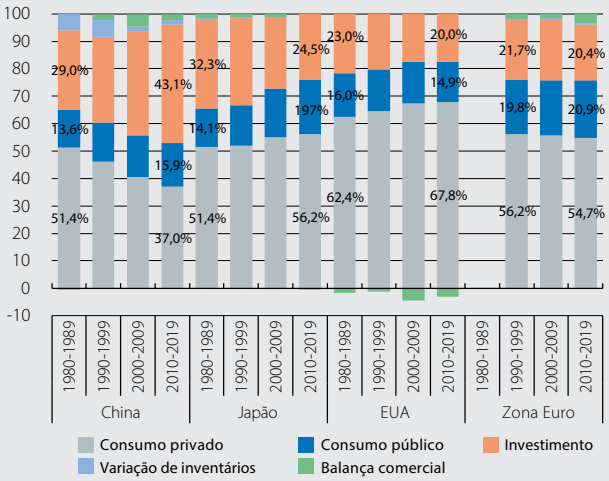
O baixo nível da despesa pública com a saúde está também relacionado com a capacidade limitada da população chinesa de viver num estado de bem-estar. O peso do estado na economia, calculado através das receitas fiscais em percentagem do PIB, é inferior a 20% (comparado com mais de 30% no conjunto da OCDE), deixando uma grande parte da população sem apoio de segurança social que inclua cuidados de saúde e prestações sociais, subsídios de desemprego ou pensões.[3] Este fator é também fundamental para explicar a taxa de poupança persistentemente elevada do país, próxima dos 45%.

De igual modo, a China tem um dos níveis de consumo mais baixos do mundo (55% do PIB, do qual pelo menos 40% é consumo privado)[4] e um elevado nível de investimento (ver gráfico). Embora estes fatores expliquem o rápido crescimento da economia nas últimas décadas, agora pesam no dinamismo da atividade, dissipando a dinâmica associada ao processo de acumulação de capital e convergência com as economias avançadas.[5]

Assim, os sintomas atuais da China vão além da política de COVID Zero, resultando de desequilíbrios mais profundos no seu modelo de desenvolvimento económico. A experiência mostra que não existe «vacina» para escapar à famosa armadilha do rendimento médio. [6] No último congresso do PCC, o presidente Xi reafirmou os seus objetivos de «prosperidade partilhada» e de transformar a China num «país desenvolvido de nível médio» nos próximos 15 anos. No entanto, o crescente foco nas questões da segurança e da autossuficiência traz novos riscos ao potencial de crescimento a longo prazo, aos quais se somam o desafio demográfico e o risco de fragmentação económica global. A longo prazo a saúde da economia chinesa dependerá da qualidade do tratamento que possa receber, do seu sucesso em reequilibrar o modelo de crescimento e em encorajar a transição para atividades de maior valor acrescentado.

PIB por componentes

Peso relativo (%)



Nota: *Ao decompor o PIB por componentes, considera-se uma perspetiva de despesa (ou procura), em que o cálculo do PIB de um país resulta da soma das componentes do consumo privado, consumo público, investimento, balança comercial e variação dos inventários.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da OCDE.*

3. Além disso, o sistema de registo de cidadãos estabelece uma clara divisão de direitos entre a população rural e urbana. A atribuição do estatuto *hukou* determina o acesso a uma vasta gama de benefícios e serviços sociais nas áreas urbanas, tais como cuidados de saúde e educação pública, sistema de pensões e a elegibilidade para empréstimos bancários.
4. Nos países emergentes, em média, o consumo total representa 65% do PIB. Nas economias avançadas, o consumo é responsável por 75% ou mais do PIB. Em geral, o consumo privado representa entre 50% e 60% do PIB.
5. Por sua vez, um sistema financeiro menos desenvolvido e a limitada mobilidade internacional do capital no país levaram a uma taxa média de retorno do investimento baixa e contribuíram para a atual bolha imobiliária (com a utilização do mercado imobiliário como reserva de poupança).
6. A armadilha de rendimento médio refere-se a uma situação em que um país em processo de convergência económica não pode competir internacionalmente na produção de bens mais intensivos em mão de obra, mas também não pode competir em atividades de maior valor acrescentado porque ainda está longe da fronteira tecnológica e tem níveis de produtividade relativamente baixos.

Mudanças no Congresso dos EUA: o panorama até às presidenciais...

Nas eleições intermédias (*midterms*) realizadas a 8 de novembro, antecipava-se uma grande onda vermelha, com o partido republicano na esperança de controlar a Câmara dos Representantes (*house*) e o Senado, e assim ganhar o controlo total do Congresso. A inflação elevada, a perspetiva económica para 2023 pouco otimista e a baixa taxa de aprovação de Joe Biden (37% face a 55% no início de 2021) encheram o partido republicano de otimismo. Contudo, o resultado da votação resultou num cenário um pouco diferente do que o «Grande e Antigo Partido» (GOP, siglas em inglês) tinha esperado.

Na Câmara dos Representantes, onde 100% dos lugares foram votados, os republicanos ganharam o controlo da Câmara, embora com uma margem mais pequena do que as sondagens estimaram. No entanto, no Senado, onde 35 dos 100 lugares foram renovados, os democratas conseguiram arrancar votos dos republicanos na Pensilvânia e assim garantir a maioria na câmara alta com 51 dos 100 lugares (assumindo que os dois membros independentes eleitos em Vermont e Maine continuem a ser democráticos, mais o voto de desempate da presidente da câmara Kamala Harris).

A administração Biden pode ter dificuldade em aprovar novas leis e planos fiscais

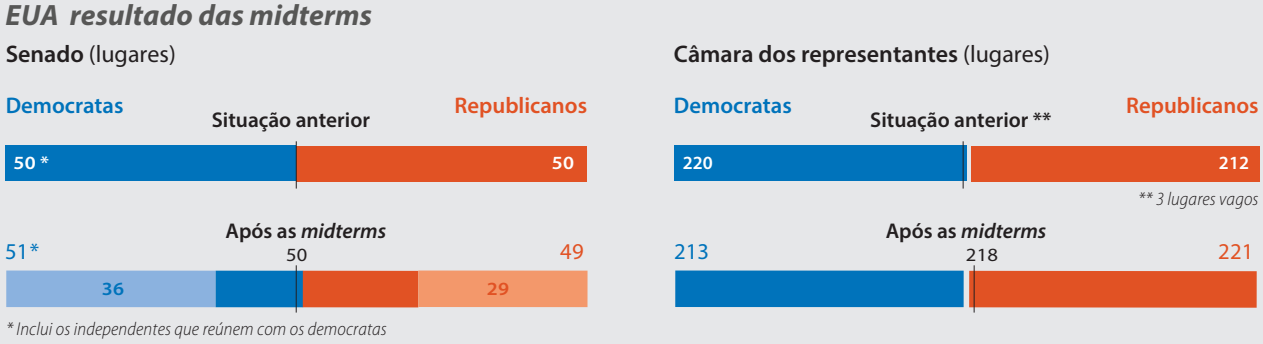
Com o congresso dividido, e num ambiente político altamente polarizado, parece difícil que a administração de Joe Biden faça passar propostas que estão longe do centro do espetro político. Não só isto, como pode haver dificuldades em avançar com medidas básicas como, por exemplo, o aumento do limite máximo de endividamento, o montante limite acima do qual o tesouro do país não pode emitir nova dívida para financiar o governo federal, possivelmente dependente do 3T de 2023. Se este número for alcançado sem que o congresso aumente o limite máximo ou suspenda a exigência do seu cumprimento, a administração será forçada a fechar (*shutdown*). Não seria a primeira vez, e a experiência do último fecho entre dezembro de 2018 e janeiro de 2019, indica que teria impacto negativo no crescimento económico e reflexos financeiros indesejáveis numa altura sensível dos mercados financeiros.[1] Contudo, a experiência anterior também mostra que, em ambas as partes, a vontade de evitar estas consequências acaba por prevalecer e a situação é desbloqueada quando se obtém um aumento do limite máximo de endividamento em troca de concessões noutras áreas. Além disso, se a economia dos EUA entrar em recessão, que não é o nosso cenário central, seria de esperar que as duas partes chegassem a acordos, ainda que mínimos, para mitigar o impacto adverso sobre as famílias e, no processo, preparar para as eleições presidenciais de novembro de 2024.

Outros aspetos nos quais esta divisão das câmaras pode afetar são a nomeação presidencial aos cargos públicos e a supervisão do poder executivo do presidente. Quanto ao primeiro, o controlo democrático do Senado facilitará certamente o trabalho das nomeações presidenciais a serem feitas nos próximos anos, especialmente relevante na esfera judicial. Por outro lado, o controlo republicano da câmara dos representantes, embora não permita que o governo introduza novas legislações, pode ser utilizado para analisar melhor a administração Biden. No entanto, não se espera que este acompanhamento suspenda o que já foi aprovado nas câmaras, poderia sim, atrasar os processos, algo que deveria ter mais um impacto "cosmético" do que um impacto substancial.

Apesar da falta de grandes planos futuros, a legislação de Biden esteve ativa num contexto de elevada inflação e dívida pública

Em quase dois anos em que esteve na Casa Branca, o presidente Joe Biden tem sido ativo na implementação de

EUA resultado das midterms



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Associated Press.*

1. Segundo as estimativas do Congressional Budget Office, o PIB no 4T de 2018 e no 1T de 2019 foi de 0,1% e 0,2%, inferior do que teriam sido na ausência do *shutdown* do governo.

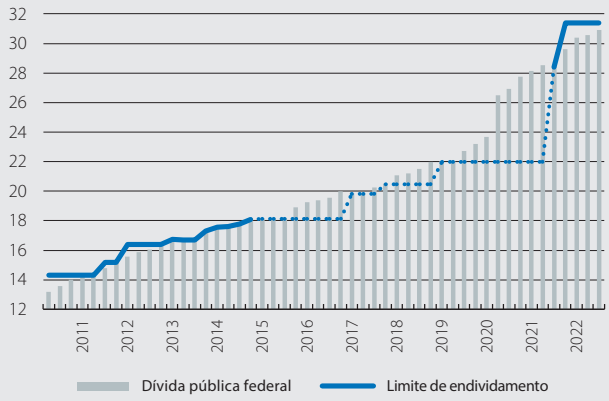
planos fiscais e de estímulo, embora o controlo democrático, de ambas as câmaras, não fosse garantia de um caminho fácil para as aprovações, pelo que um congresso dividido apresenta uma mudança gradual e não disruptiva em relação à situação anterior. Entre os planos mais proeminentes estava o *American Rescue Plan*, aprovado no 1T de 2021, em relação ao qual ficaram destinados 1,9 mil milhões de dólares (a maioria desembolsada em 2021) para ajudar a amortecer o impacto da pandemia em muitas famílias. A maioria das medidas incluídas neste pacote eram medidas de despesa direta, tais como cheques de estímulo para famílias vulneráveis ou aumento dos apoios de desemprego. Contudo, a implementação deste programa foi alvo de muitas críticas devido ao potencial impacto inflacionista.[2]

Outro programa relevante apresentado por Joe Biden, e aprovado em novembro de 2021, foi o *Infrastructure Investment and Jobs Act*, com 1,2 biliões de dólares a serem desembolsados nos próximos cinco anos em projetos para melhorar infraestruturas clássicas (como estradas, pontes ou rede ferroviária), transportes públicos e ligação à Internet, tendo a maioria dos investimentos atenção às questões ambientais. No entanto, destes 1,2 biliões apenas ligeiramente menos de metade representa novas despesas, visto que o restante será financiado através da utilização de outros programas de infraestruturas existentes. Um ano após o início do programa, segundo os números da Casa Branca, já foram desembolsados 185.000 milhões de dólares.

Finalmente, a administração Biden quis apresentar um plano ambicioso para combater as alterações climáticas. Sob o nome *Build Back Better* não conseguiu apoio do congresso, mas meio ano depois, em agosto de 2022, sob o nome *Inflation Reduction Act* conseguiu. Para além do nome, uma diferença fundamental entre os dois planos é o fato do primeiro envolver o aumento do défice público para financiar investimentos, enquanto o segundo incorpora medidas de poupança fiscal e de aumento de receitas (tais como a imposição de uma taxa mínima de imposto sobre as empresas de 15%). Assim, os investimentos em segurança energética e ajudas para travar as alterações climáticas (tais como créditos fiscais para financiar investimentos em energias limpas) são menores que as poupanças fiscais e o aumento das receitas ao abrigo deste plano. No total, a administração Biden espera investir 433.000 milhões de dólares durante os próximos 10 anos e angariar cerca de 739.000 milhões de dólares, poupando mais de 300.000 milhões de dólares do défice público durante a próxima década. No entanto, os desembolsos pendentes destes planos poderiam ser sujeitos a modificações no caso de um congresso dividido[3] e com negociações sobre, por exemplo, o limite máximo do endividamento.

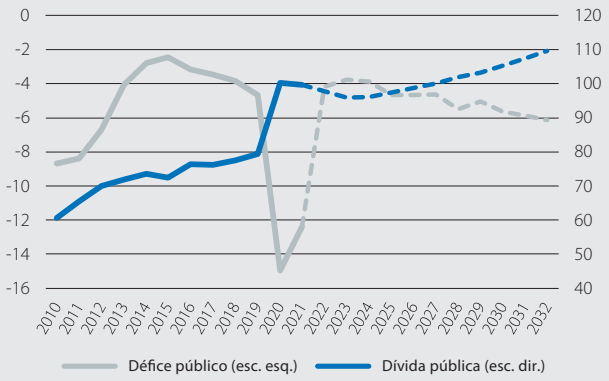
A redução do défice público não só será positiva para moderar a pressão da inflação, mas também ajudará a tornar as finanças públicas mais sustentáveis. Como se pode observar no último gráfico, os EUA mantêm estruturalmente um défice público que faz aumentar ano após ano o seu rácio da dívida em relação ao PIB. Assim, conforme as estimativas do Congressional Budget Office, este rácio continuará muito provavelmente a aumentar durante a próxima década e, num ambiente de taxas de juro mais elevadas, o custo para os cidadãos norte americanos será mais elevado.

EUA: dívida pública e limite de endividamento
(Biliões de dólares)



Nota: *A linha tracejada mostra os períodos em que o limite máximo da dívida foi suspenso.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados da US Treasury.*

EUA: dívida e défice público
(% do PIB)



Nota: *A linha tracejada mostra as previsões mais recentes do Congressional Budget Office.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do Congressional Budget Office.*

2. Na altura, antes do início da guerra na Ucrânia, a inflação global e subjacente eram de 1,7% e 1,3% respetivamente, mas o PIB atingiu o nível pré-pandémico. Embora a elevada inflação observada desde então possa ser atribuída a diversos fatores (tais como o *choque* energético global, estrangulamentos provocados pela política COVID zero da China, ou uma política monetária muito acomodativa ao longo de 2021), o apoio fiscal direto teve sem dúvida o seu papel.

3. Esta ajuda levantaram algumas suspeitas na Europa, visto que os líderes acreditavam que a indústria norte-americana podia estar a ser subsidiada e prejudicando as exportações europeias.

A UE, em busca das regras fiscais perdidas

Há 30 anos, os países que fundaram a UE comprometeram-se a restringir e a coordenar as suas políticas fiscais de acordo com um conjunto de regras comum, mais conhecidas pelos limites de dívida e défice de 60% e 3% do PIB, respetivamente. O objetivo era evitar externalidades negativas entre as contas públicas dos vários estados e os consequentes riscos de instabilidade financeira.[1] Estas razões continuam válidas hoje em dia, mas as regras ficaram desfasadas após uma crise financeira global, uma crise da dívida soberana na Europa e uma pandemia.[2] De facto, apesar do ajustamento ao longo destes anos,[3] por fim as regras tiveram de ser formalmente suspensas em março de 2020.

A reforma proposta pela Comissão Europeia

Neste contexto, no passado mês de novembro, a Comissão Europeia apresentou uma proposta para reformar as regras fiscais com vista à sua reimplementação em 2024. A proposta não modifica os objetivos de dívida e défice de 60% e 3% (presentes nos tratados da UE e é pouco provável que sejam alterados), mas fixa-os como referências a médio prazo e centra-se na reforma do sistema para atingir estes objetivos. Especificamente, a Comissão colocará no centro do sistema «planos fiscais estruturais», elaborados a nível nacional e centrados em três eixos principais: (i) prioridades de investimento, (ii) reformas estruturais e (iii) uma via fiscal. Seriam estes três eixos, em conjunto, que serviriam de base para avaliar e assegurar a sustentabilidade da dívida de cada Estado.

Mais detalhadamente, cada Governo nacional elaboraria o seu «plano fiscal estrutural» com um horizonte de quatro anos. A Comissão avaliaria o plano e debatê-lo-ia com o país em questão para, por fim, receber a validação do Conselho Europeu. A via fiscal que orientaria a evolução das contas públicas seria definida por uma regra de despesa primária líquida,[4] ajustada à situação de cada Estado e à análise da sustentabilidade da sua dívida. Uma vez em vigor, os planos seriam controlados e avaliados, tanto pela Comissão, como pela autoridade fiscal independente de cada país. Além disso, tendo em conta esta abordagem personalizada, seria necessário um enquadramento comum, com um conjunto de regras claras e critérios transparentes para orientar a avaliação das contas públicas de cada país.

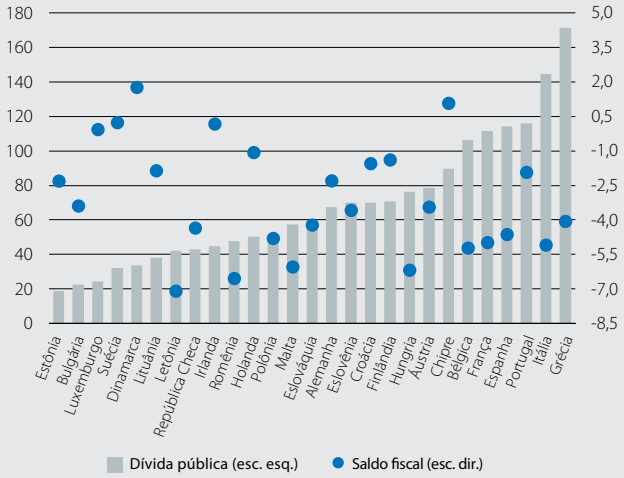
Por último, a Comissão Europeia propõe a manutenção do sistema de «procedimentos por défice excessivo» (EDP, na sigla em inglês) por infrações ao valor de referência de 3% do défice e o alargamento do leque de sanções por incumprimento (atenuação dos danos pecuniários, para que a sua implementação seja mais credível, mas acentuando os danos à reputação). Em caso de acontecimentos económicos extraordinários, está igualmente prevista a ativação de cláusulas de fuga para congelar as regras (a nível europeu e nacional).

Elementos de avaliação e próximos passos

Em primeiro lugar, a Comissão distancia-se da uniformidade das regras atuais a favor de uma abordagem personalizada da sustentabilidade da dívida de cada país, uma visão muito mais adaptada à situação atual e, em particular, à disparidade das realidades nas contas públicas da UE (ver gráfico).

UE-27: estado das contas públicas em 2022

(% do PIB) *(% do PIB)*



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (European Economic Forecast, outono de 2022).*

1. A formação da UE aumentou o grau de «substituibilidade» entre as obrigações soberanas dos vários países. Assim, os benefícios (custos) de uma boa (má) política fiscal a nível nacional seriam transferidos para o resto dos países. Por exemplo, um país esbanjador enfrentaria taxas de juro mais baixas do que fora da UE, mas provocaria taxas de juro mais elevadas nos restantes países.
2. Entre outros, as regras: (i) não conseguiram evitar a deterioração das contas públicas que pretendiam evitar, (ii) induzem uma política fiscal demasiado pró-cíclica e que penaliza o investimento, e (iii) são demasiado complexas e baseadas em variáveis não observáveis (por exemplo, *output gap* ou saldo estrutural). Ver Focus «Rumo à reforma das regras fiscais europeias?» no IM03 /2020 e «Regras fiscais europeias: abaixo de 60%?» no IM03 /2021.
3. Ver Dossier «A UE em 2022: às voltas com a reforma das regras fiscais» no IM12 /2021. Por exemplo, foi introduzido um objetivo de "saldo estrutural em equilíbrio» (MTO, na sigla em inglês), que a reforma de 2005 do Pacto de Estabilidade e Crescimento exigia que fosse mantido ao longo do ciclo económico para proporcionar margem de manobra em períodos de recessão; e com a «regra do 1/20» de redução da dívida, introduzida no *Six Pack* de 2011 e que exige aos países eliminar anualmente uma vigésima parte do excesso de dívida acima de 60%. No caso de um país que hoje tenha um rácio de endividamento de 160%, isto exigiria excedentes primários de mais de 3% ao longo dos próximos 20 anos.
4. Ou seja, despesas líquidas de medidas discricionárias em matéria de receitas, pagamentos de juros e despesas relacionadas com flutuações cíclicas no desemprego, pelo que a regra não interferiria com o funcionamento dos estabilizadores automáticos.

Proposta da Comissão Europeia para reformar as regras fiscais da UE

Ponto de partida	As regras atuais (défice de 3%, dívida de 60%, velocidade de correção da dívida de 1/20) estão suspensas até finais de 2023.
Referências a médio prazo	Défice < 3% do PIB. Dívida < 60% do PIB.
Como atingir as referências	Planos fiscais estruturais a nível nacional com base em: • Planos de investimento. • Reformas estruturais. • Via fiscal.
Planos fiscais estruturais	• Via fiscal baseada numa regra de despesa primária líquida. • Horizonte de 4 anos para colocar a dívida numa trajetória de convergência e o défice < 3% (+3 anos adicionais condicionados por reformas). • Negociação bilateral com a Comissão Europeia e posterior aprovação do Conselho Europeu. • Monitorização por parte das Autoridades Nacionais Independentes de Responsabilidade Fiscal e pela Comissão Europeia.

Fonte: *BPI Research, a partir da comunicação de 09/11/2022 da Comissão Europeia.*

Além disso, a Comissão apresenta uma conceção mais ampla da sustentabilidade da dívida ao tornar explícito que a sustentabilidade da dívida também depende do investimento e das reformas (ou seja, da capacidade de crescimento da economia e da sua resiliência). Neste sentido, as novas regras ajudariam a criar espaço para a política fiscal. Ou seja, a sustentabilidade das contas públicas é uma restrição que a política fiscal deve cumprir, mas não é o seu objetivo principal. A política fiscal deve ajudar a estabilizar o ciclo económico [5] e, além disso, também pode contribuir para fomentar um crescimento económico a longo prazo mais forte, resiliente e inclusivo.[6]

Em terceiro lugar, a proposta simplifica o atual quadro fiscal (por exemplo, a utilização de indicadores baseados em variáveis não observáveis, tais como o défice estrutural, deixaria de ser obrigatória). No entanto, fá-lo de forma limitada e, visto que muitos pormenores estão ainda por definir, resta saber se a versão final implicaria de facto menos complexidade e incerteza.

No lado negativo, destaca-se a generosidade dos horizontes: os planos dariam até quatro anos para que a via fiscal reduzisse o défice para menos de 3% e a dívida para uma trajetória descendente sustentável. Este prazo poderá ainda ser prorrogado por mais três anos, dependendo do programa de reforma e investimento do país. Assim, o plano prolongar-se-ia provavelmente para além do mandato do governo em exercício, e a sua implementação exigiria um elevado nível de compromisso nacional, bem como empenho, coordenação e legitimidade entre todos os intervenientes (governos, autoridades fiscais independentes, Comissão Europeia e o Conselho).

Em qualquer caso, importa destacar a ambição da Comissão: numa altura em que não existe consenso entre as principais capitais europeias sobre como reformar as regras fiscais, propôs uma reforma que vai muito além dos ajustamentos marginais. A partir de dezembro, os Estados-membros devem negociar com a mesma ambição e, quando as regras fiscais forem restabelecidas em 2024, devem fazê-lo de uma forma que inclua as lições dos últimos 30 anos e que esteja de acordo com a realidade atual da Europa.

5. Especialmente numa união monetária, uma vez que o banco central é único e não consegue lidar com choques idiossincráticos entre países.
6. Por exemplo, ajudando com as transições energética e digital.

A fatura energética dos lares europeus, no inverno mais rigoroso

A crise energética provocou um aumento dos preços de energia, mas tal não afeta as famílias da mesma forma, uma vez que os recursos e a situação inicial não são os mesmos. Neste artigo analisamos a situação de pobreza energética das famílias europeias e o aumento percentual do orçamento que gastaram em energia no ano de 2022.

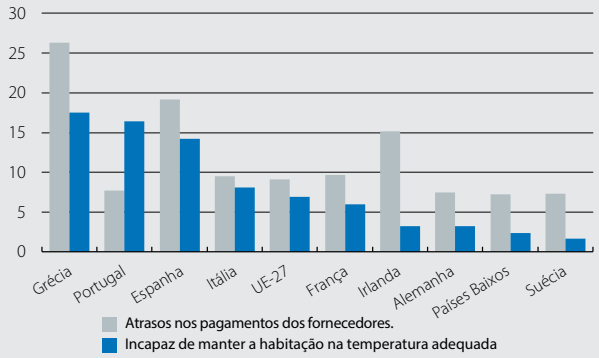
Uma família sofre de pobreza energética quando não consegue satisfazer todas as suas necessidades energéticas básicas.[1] Esta situação não depende apenas dos preços, é também o resultado de uma combinação de três fatores: baixos rendimentos, elevados gastos na despesa energética (em proporção ao seu rendimento) e baixa eficiência energética nas habitações. Avaliar a pobreza energética das familias não é, portanto, uma tarefa fácil, uma vez que temos de olhar para diversos aspetos e não há uma medida única que resuma a situação. Dois indicadores recolhidos dos inquéritos sobre as condições de vida das famílias que resumem bem o problema são a incapacidade de manter a habitação a uma temperatura adequada e o atraso no pagamento das faturas energéticas.[2] Na UE, 6,9% das famílias não conseguiram manter a habitação a uma temperatura adequada em 2021 e 6,4% registavam atrasos no pagamento das suas contas de energia. No entanto, existem diferenças significativas nas duas dimensões entre países, e, de um modo geral, existe uma percentagem mais elevada de famílias com dificuldades nos países do sul da Europa (ver primeiro gráfico).

Outra forma de analisar a pobreza energética é através dos gastos com o fornecimento de energia, pois pode revelar dificuldades em satisfazer as necessidades energéticas das famílias.[3] Na UE-27, 13,4% das famílias tiveram despesas em energia inferiores à metade da média nacional (em 2015, o último ano com informação comparável disponível), o que pode indicar uma situação frequentemente referida como «pobreza energética oculta». Por outro lado, se medirmos a despesa energética em proporção ao rendimento das famílias, observamos que 15,1% das famílias tiveram uma despesa energética sobre o rendimento superior ao dobro da média nacional, uma despesa que é muitas vezes descrita como «desproporcional». Em ambas as métricas, a dispersão entre países europeus é menor, indicando que a pobreza energética medida através das despesas com o fornecimento era mais parecida entre os países.[4] Em Espanha, a situação em ambas as métricas, no ano de 2020, não mudou de forma substancial em relação aos dados de 2015: 10,3% das famílias tinham um nível de despesas muito baixo (13,0% em 2015) e 16,8% das famílias tinham uma despesa desproporcional face ao seu rendimento (14,2% em 2015).

Como podemos ver, a pobreza energética é um fenómeno multidimensional, pelo que não é fácil estimar como a crise atual está a afetar cada dimensão. Aspetos como a incapacidade de manter a casa à temperatura adequada

UE: pobreza energética com base em inquéritos sobre as condições de vida dos agregados familiares

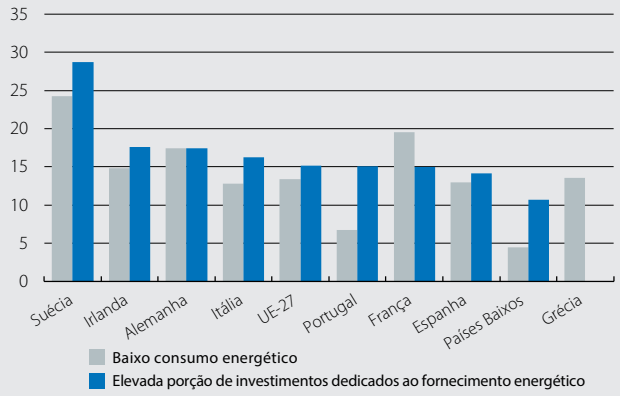
(% de agregados familiares)



Fonte: *BPI Research com base nos dados de Energy Poverty Advisory Hub (EU SILC, 2021).*

UE: pobreza energética medida com base nas despesas em fornecimento de energia

(% de agregados familiares)



Notas: *Considera-se que um agregado familiar tem baixo nível de consumo energético se a sua despesa for inferior à metade do gasto médio nacional. Considera-se que um agregado familiar tem elevada parte do seu rendimento gasto no fornecimento energético se a proporção do rendimento gasto em fornecimentos for mais do dobro da média nacional.*

Fonte: *BPI Research, com base nos dados de Energy Poverty Advisory Hub (EU HBS, 2015).*

1. Ver European Commission (2020). «Commission Staff Working Document EU Guidance on Energy Poverty». SWD(2020) 960, https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/SWD(2020) 960 _0/de00000000001888? rendition=false
2. EU Energy Poverty Hub da Comissão Europeia.
3. EU Energy Poverty Hub da Comissão Europeia.
4. A Suécia seria uma exceção com os piores registos de pobreza energética, medidos através das despesas, embora fosse um bom aluno nas outras dimensões (manter a habitação a uma temperatura adequada e atrasos no pagamento das contas).

dependem, além disso, de uma situação inicial precária do lar, pelo que, segundo as simulações da Comissão Europeia, [5] os aumentos dos preços nos fornecimentos derivados da crise têm um impacto relativamente pequeno, no que diz respeito a esta dimensão. Em contrapartida, estes preços mais elevados têm um impacto substancial nas dimensões relacionadas com o nível de despesas.[6]

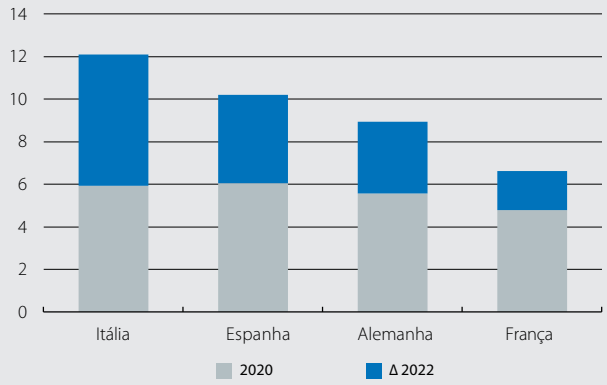
As faturas de energia sobem, mas não da mesma forma em todos os países

Centramos a análise do impacto do aumento das faturas de energia nas quatro grandes economias da Zona Euro (Alemanha, França, Itália e Espanha).[7]

Como referência, em 2020, as famílias gastaram 4,8% dos seus rendimentos ao pagamento de faturas de energia em França, 5,6% na Alemanha e quase 6,0% em Itália e Espanha. A isto acrescenta-se um forte aumento dos preços da energia (+72% de aumento desde 2021), embora tenha uma magnitude desigual entre países: até setembro de 2022, em França atingia os 40%; na Alemanha, mais de 60%; em Espanha quase 70%, enquanto em Itália os preços quase duplicaram.[8] Isto significa que, em 2022, as famílias terão visto as suas faturas anuais de energia aumentarem em média quase 500 euros em França, cerca de 800 euros em Espanha, mais de 1.000 euros na Alemanha e quase 1.400 euros em Itália. Deste modo, o esforço das famílias é agora notavelmente superior e, além disso, a divergência dos países aumentou significativamente: as famílias francesas são as que fazem menor esforço ao gastar em média 6,5% dos seus rendimentos, enquanto na Alemanha gastam quase 9,0%, em Espanha pouco mais de 10% e em Itália mais de 12%.[9]

Gastos com eletricidade, gás e outros combustíveis, por país

(% do rendimento das famílias)



Fonte: *BPI, a partir de dados do Eurostat e do ISTAT.*

Estas estimativas mostram como, em todos os países, as famílias terão de fazer um maior esforço em termos de rendimento para compensar o aumento das contas de energia. As famílias com os rendimentos mais baixos terão maiores dificuldades em pagar as contas de energia, sendo fundamental que os subsídios sejam orientados para chegar a todas as famílias em dificuldade. Este apoio deve também ser acompanhado de incentivos à poupança de energia. Neste sentido, os preços continuam a ser um elemento essencial para ajustar a procura tanto quanto possível e para os agregados familiares europeus pouparem energia neste inverno rigoroso.

5. Ver Menyhért, B. (2022). «The effect of rising energy and consumer prices on household finances, poverty and social exclusion in the EU». Publications Office of the European Union. Luxembourg, doi: 10.2760/418422, JRC130650.
6. As variáveis de pobreza energética utilizadas no segundo gráfico correspondem a medidas da posição relativa à despesa das famílias, de modo que, segundo os cálculos da Comissão Europeia, à medida que os preços aumentam de forma bastante semelhante para todas as famílias, a posição relativa entre elas não muda muito.
7. Para esta simulação, obtivemos através do Inquérito aos Orçamentos Familiares (HBS), publicado pelo Eurostat, a composição das despesas por escalão de rendimentos em 2020 de todos os países, exceto Itália, relativamente à qual utilizamos a estatística homónima publicada pelo seu instituto de estatística (ISTAT). Em todos os casos, os indicadores de rendimento são obtidos a partir do inquérito de rendimento e condições de vida (ILC), também publicado pelo Eurostat. Para estimar a despesa das famílias em energia, utilizamos a componente CP045 «Eletricidade, gás e outros combustíveis» do IPCA. Esta componente já inclui o impacto geral das medidas públicas implementadas para reduzir a fatura energética (por exemplo, a redução do IVA), mas não os apoios específicos para os grupos mais desfavorecidos.
8. Estas divergências devem-se, entre outros, ao padrão de consumo de energia de cada país. Por exemplo, a Itália apresenta uma maior exposição ao gás, uma mercadoria cujo preço chegou a aumentar 17 vezes: quase 31% do seu consumo direto de energia corresponde ao gás, e mais de 56% da produção de eletricidade é através de gás (22% e 35%, em média, na Europa, respetivamente).
9. Estas estimativas medem o custo caso se mantivesse o consumo de energia de 2020 (ou seja, não têm em conta possíveis reduções no consumo).

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Atividade									
PIB real	–3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,9	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	17,5	16,2	11,2	7,8	8,5	8,2	8,0	...
Confiança do consumidor *(valor)*	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	107,8	102,2	100,2
Produção industrial	–7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,2	5,0	3,3	...
Índice atividade industrial (ISM) *(valor)*	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	50,9	50,2	49,0
Habitações iniciadas *(milhares)*	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.458	1.488	1.425	...
Case-Shiller preço habitação usada *(valor)*	228	267	284	299	314	310	306	...	...
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,5	3,7	3,7
Taxa de emprego *(% pop. > 16 anos)*	56,8	58,4	59,2	59,9	60,0	60,1	60,1	60,0	59,9
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–3,2	–3,6	–3,6	–3,9	–4,0	–3,9	–3,9	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	6,7	8,0	8,6	8,3	8,2	7,7	...
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,6	6,3	...

JAPÃO

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Atividade									
PIB real	–4,6	1,6	0,5	0,6	1,7	1,8	–	–	–
Confiança do consumidor *(valor)*	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	30,8	29,9	28,6
Produção industrial	–10,6	5,6	1,1	–0,6	–3,6	4,0	9,6	4,5	...
Índice atividade empresarial (Tankan) *(valor)*	–19,8	13,8	18,0	14,0	9,0	8,0	–	–	–
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	...
Balança comercial[1] *(% PIB)*	0,1	–0,3	–0,3	–1,0	–2,0	–3,1	–3,0	–4,4	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	–0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,0	3,8	...
Taxa de inflação subjacente	0,2	–0,5	–0,7	–0,9	0,8	1,5	1,8	2,5	...

CHINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Atividade									
PIB real	2,2	8,1	4,0	4,8	0,4	3,9	–	–	–
Vendas a retalho	–2,9	12,4	3,5	1,6	–4,9	3,5	2,5	–0,5	...
Produção industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	6,3	5,0	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	50,1	49,2	48,0
Setor externo									
Balança comercial[1,2]	524	681	681	728	823	905	905	905	...
Exportações	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	5,6	–0,6	...
Importações	–0,6	30,0	23,7	10,6	1,4	0,8	0,3	–0,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,8	2,1	...
Taxa de juro de referência[3]	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,4	6,3	6,6	6,9	7,0	7,2	7,2

Notas: *1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Milhares de milhões de dólares. 3. Fim do período.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicações do Japão, Banco do Japão, Instituto Nacional de Estatística da China e da Refinitiv.*

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Vendas a retalho *(variação homóloga)*	–0,8	5,5	4,4	6,1	1,1	...	0,0	–2,7	...
Produção industrial *(variação homóloga)*	–7,6	9,0	0,3	–0,2	0,4	...	4,9	...	...
Confiança do consumidor	–14,2	–7,4	–7,6	–13,7	–22,3	–26,9	–28,7	–27,5	–23,9
Sentimento económico	88,3	110,8	116,0	111,1	104,0	96,5	93,7	92,7	93,7
PMI indústrias	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	48,4	46,4	47,1
PMI serviços	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	48,8	48,6	48,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) *(variação homóloga)*	–1,5	1,4	2,4	3,1	2,7	...	–	–	–
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	8,0	7,7	7,1	6,8	6,7	...	6,6	6,5	...
Alemanha *(% pop ativa)*	3,7	3,6	3,3	3,1	3,0	...	3,0	3,0	...
França *(% pop. ativa)*	8,0	7,9	7,5	7,3	7,6	...	7,1	7,1	...
Itália *(% pop. ativa)*	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,8	...
PIB real *(variação homóloga)*	–6,3	5,5	4,8	5,5	4,3	2,1	–	–	–
Alemanha *(variação homóloga)*	–4,1	2,8	1,2	3,5	1,7	1,3	–	–	–
França *(variação homóloga)*	–7,9	7,2	5,1	4,8	4,2	1,0	–	–	–
Itália *(variação homóloga)*	–9,1	7,0	6,5	6,4	5,0	2,6	–	–	–

Preços

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Inflação geral	0,3	2,6	4,6	6,1	8,0	9,3	9,9	10,6	10,0
Inflação subjacente	0,7	1,5	2,4	2,7	3,7	4,4	4,8	5,0	5,0

Setor externo

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Balança corrente	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	–0,3	–0,3	...	...
Alemanha	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	4,3	4,3	...	...
França	–1,8	0,4	0,4	0,1	–0,5	–1,2	–1,2	...	...
Itália	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	–0,5	–0,5	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal[1] *(valor)*	**93,8**	**94,2**	**92,7**	**92,5**	**90,1**	**88,9**	**89,2**	**90,5**	**92,2**

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	09/22	10/22	11/22
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras [2]	6,3	3,5	3,3	4,4	6,1	8,4	8,9	8,9	...
Crédito às famílias[2,3]	3,2	3,8	4,1	4,4	4,6	4,5	4,4	4,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras[4] *(%)*	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,8	2,3	2,5	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação[5] *(%)*	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	2,1	2,3	2,7	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	12,9	12,6	10,5	9,1	7,7	6,3	5,5	3,4	...
Outros depósitos a curto prazo	0,6	–0,8	–1,5	–0,3	0,9	5,3	8,1	9,9	...
Instrumentos negociáveis	8,1	11,6	9,9	0,7	2,0	4,3	7,8	3,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias *(%)*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8	...

Notas: *1. Ponderado pelo fluxo de comércio externo. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.*