

## 2023, um ano de digestão para a economia mundial

**A melhoria das perspectivas num contexto débil.** Em 2023, a economia mundial enfrenta um abrandamento marcado pela necessidade de digerir as consequências da guerra na Ucrânia, a elevada inflação e o consequente endurecimento monetário. No âmbito destas perspectivas, os dados mais recentes transmitem notícias positivas: a actividade resistiu ao inverno melhor do que o esperado e a inflação está a confirmar o seu abrandamento. O amortecimento dado pela poupança, a robustez do mercado de trabalho e os apoios fiscais contra a crise energética apoiaram a procura, ao passo que a oferta abrandou devido à normalização dos estrangulamentos e à diminuição nos preços da energia. Tudo isto sugere que o abrandamento económico seja menos acentuado do que o que se receava há alguns meses, embora esta melhora ainda não nos permita afastar do quadro de elevada incerteza económica e geopolítica. Além disso, o endurecimento monetário começa a fazer-se sentir e as suas consequências serão mais tangíveis em 2023.

**Inflação: entre a distensão energética e a inércia subjacente.** Uma das grandes incertezas a resolver em 2023 é a velocidade de correcção da inflação. Desde os máximos do ano passado, a inflação geral tem diminuído, ao passo que as pressões subjacentes têm demonstrado mais inércia: desta forma, os dados mais recentes mostram uma inflação geral homóloga de 6,5% nos EUA (correspondente a dezembro; -2,6 p.p. em relação ao máximo) e de 8,5% na Zona Euro (janeiro; -2,1 p.p.). A principal força por detrás desta descida é a correcção gradual dos preços da energia, que será ainda maior em 2023, quer pelos próprios efeitos base, quer pela melhoria das perspectivas energéticas (sobretudo no mercado europeu do gás, com uma diminuição dos futuros para 2023 em janeiro em cerca de 50% face à média do 4T de 2022). Ao mesmo tempo, a normalização, já muito visível no final de 2022, dos estrangulamentos que condicionam a oferta mundial também ajudará. É provável que a inércia da inflação provenha das componentes mais sensíveis ao mercado de trabalho, nas quais os EUA e a Europa podem apresentar dinâmicas diferentes: os salários dos EUA parecem estar a diminuir de níveis elevados (de 6,7% no verão para 6,1% no passado mês de dezembro, segundo o indicador de referência da Fed de Atlanta), enquanto na Europa provêm de taxas baixas, mas gradualmente crescentes.

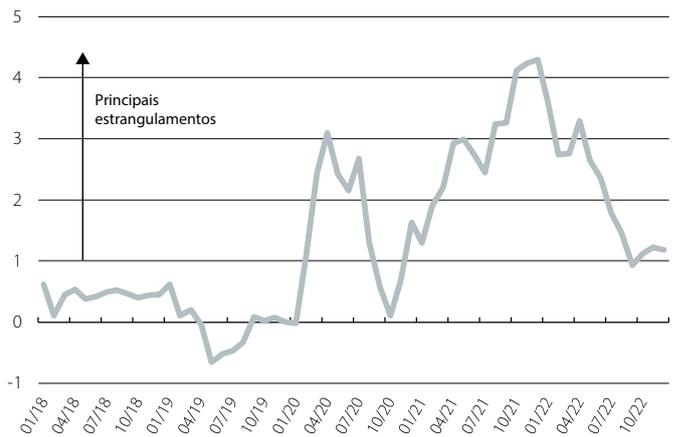
**A Europa resistiu melhor do que o esperado em 2022; Os EUA e a China decepcionaram.** A publicação dos PIB do 4T de 2022 reflectiu uma disparidade um tanto surpreendente entre as principais economias do mundo. Até ao momento, a actividade da Zona Euro tem resistido melhor do que o esperado à guerra na Ucrânia, graças a um inverno ameno, às elevadas reservas de gás (no final de janeiro ainda se encontravam nos 70%) e à poupança no consumo de gás. Assim, verificou-se um crescimento para o ano (3,5%) semelhante ao previsto no início de 2022, evitando-se uma contracção no 4T (+0,1% intertrimestral). Além disso, embora o PIB tivesse permanecido estável sem a contribuição anormal da Irlanda (PIB +3,5% em cadeia), as duas maiores economias mais dependentes do gás russo, Alemanha e Itália, conseguiram diminuir menos do que se receava no 4T (-0,2% e -0,1%, respectivamente). Em contrapartida, em 2022, as duas maiores economias do mundo registaram um crescimento significativamente inferior ao esperado: os EUA de 2,1% (vs. os 3,5% projetados há um ano) e a China, de 3,0% (vs. os

### FMI: PIB Variação anual (%)

	Previsão		Variação face ao WEO outubro de 2022	
	2023	2024	2023	2024
<b>Economia mundial</b>	2,9	3,1	0,2	-0,1
<b>Economias avançadas</b>	1,2	1,4	0,1	-0,2
EUA	1,4	1,0	0,4	-0,2
Zona Euro	0,7	1,6	0,2	-0,2
Alemanha	0,1	1,4	0,4	-0,1
França	0,7	1,6	0,0	0,0
Itália	0,6	0,9	0,8	-0,4
Espanha	1,1	2,4	-0,1	-0,2
<b>Economias emergentes e em desenvolvimento</b>	4,0	4,2	0,3	-0,1
China	5,2	4,5	0,8	0,0
Índia	6,1	6,8	0,0	0,0
Rússia	0,3	2,1	2,6	0,6
Brasil	1,2	1,5	0,2	-0,4
África do Sul	1,2	1,3	0,1	0,0

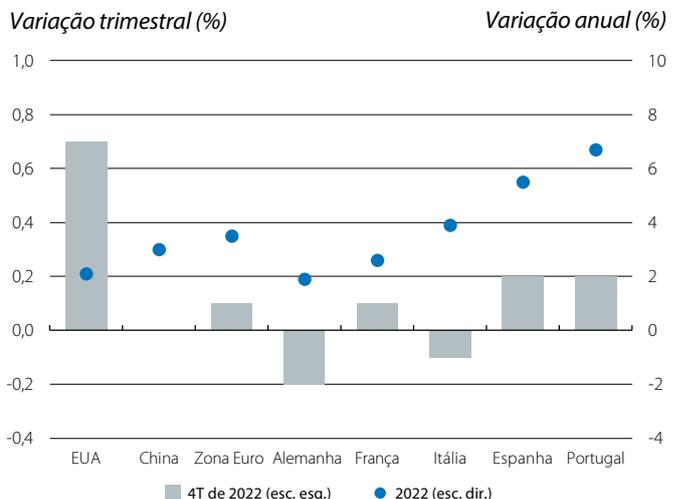
Fonte: BPI Research, a partir de dados do FMI (WEO, atualização de janeiro de 2023).

### Global: índice de pressão na cadeia de fornecimento (Desvios padrão relativamente à média)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Fed de Nova Iorque.

### Global: PIB



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

4,7%). A decepção da primeira reflecte a debilidade dos dados do PIB na primeira metade do ano, enquanto no 4T a actividade registou um avanço em termos trimestrais de 0,7%. A China, por sua vez, foi fortemente condicionada pelas restrições do COVID, até ao ponto de estagnação do PIB no 4T.

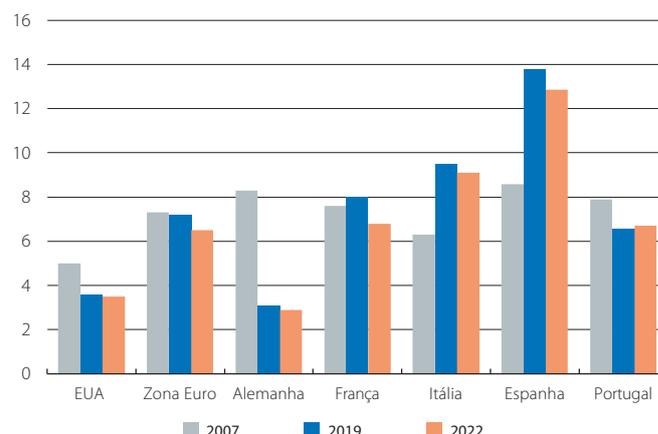
**Otimismo tímido nos primeiros indicadores europeus de 2023.** Na Europa, num cenário de resistência da atividade, de abrandamento da inflação e de flexibilização energética, os primeiros indicadores económicos do ano apontam para uma melhoria. Em particular, o PMI da Zona Euro (50,3 pontos em janeiro) saiu pela primeira vez em seis meses da zona de recessão, e o índice de sentimento da Comissão Europeia (ESI) registou uma melhoria pelo terceiro mês consecutivo, atingindo os 98 pontos (muito próximo da média histórica de 100). Estes indicadores vêm juntar-se a um mercado de trabalho forte, com a taxa de desemprego a atingir um mínimo histórico (6,6% em dezembro) e uma taxa de actividade a atingir máximos (75%). Em conjunto, os dados ainda revelam uma atividade instável, mas sugerem que a fraqueza não é tão pronunciada como se temia e, por isso, melhorámos as previsões do PIB de 2023 para a Zona Euro e para as suas principais economias.

**Sinais mistos nos EUA.** O PIB americano registou um crescimento de +0,7% no 4T, mas a sua composição antecipa alguns sinais de abrandamento em 2023. Em particular, o investimento, sobretudo o investimento residencial (-1,7% e -7,5% em cadeia, respetivamente, no 4T), tem sofrido com os efeitos das subidas das taxas da Fed há já vários trimestres. De facto, os dados do mercado imobiliário mostram um sector em recessão, quer ao nível dos preços (no início de 2022, o índice Case-Shiller deixou de crescer mais do que 20% interanual para crescer apenas 8% em novembro), quer ao nível das transacções (em dezembro, a venda de imóveis voltou a cair pelo décimo primeiro mês consecutivo, de acordo com dados da National Association of Realtors). Além disso, os índices de confiança, que se mantiveram com níveis elevados até ao outono, registaram uma diminuição no sector transformador (ISM de janeiro nos 47,4 pontos) e revelam uma forte volatilidade nos serviços (ISM nos 49,6 pontos em dezembro e 55,2 pontos em janeiro). Os sinais de abrandamento são menos visíveis num mercado de trabalho muito robusto, com um desemprego historicamente baixo (3,5% em dezembro) e um ritmo de criação de emprego estável (+291.000 em média no 4T de 2022 e um extraordinário +517.000 em janeiro) e oferecem um significativo incentivo à economia.

**A China procura voltar à normalidade.** Após um levantamento inicial desordenado da política de COVID zero, com uma acentuada vaga de infeções e quedas na mobilidade, os dados mais recentes apontam para uma retoma da actividade. Para além do PIB já referido, os últimos números da produção industrial e das vendas a retalho foram ligeiramente superiores ao esperado (+1,3% e -1,8% homólogo em dezembro, respectivamente), ao passo que os indicadores em tempo real apontam para uma recuperação da mobilidade em janeiro. Da mesma forma, o PMI Caixin do sector dos serviços aumentou para os 52,9 pontos em janeiro, ao passo que o sector da indústria transformadora se manteve nos 49,2 pontos. No entanto, a reabertura económica enfrenta um contexto incerto, marcado por dúvidas relativamente ao grau de imunização da população (segundo algumas estimativas da Universidade de Pequim, em meados de janeiro, mais de 60% da população já teria sido infectada desde o início da pandemia, mas estes dados estão rodeados de uma elevada incerteza). As próximas semanas serão importantes: com o Ano Novo Lunar na China, verificou-se uma elevada mobilidade para as zonas rurais, com uma população mais envelhecida e níveis de vacinação relativamente baixos.

### Taxa de desemprego

(% de população ativa)

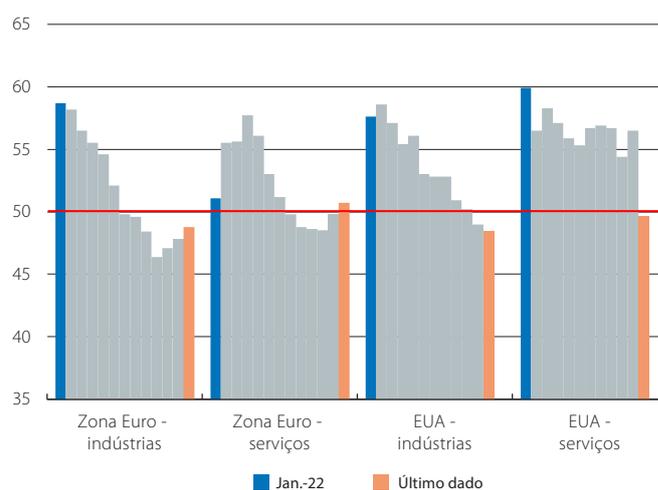


Nota: Dados de fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da BLS e do Eurostat.

### Indicadores de atividade: PMI (Zona Euro) e ISM (EUA)

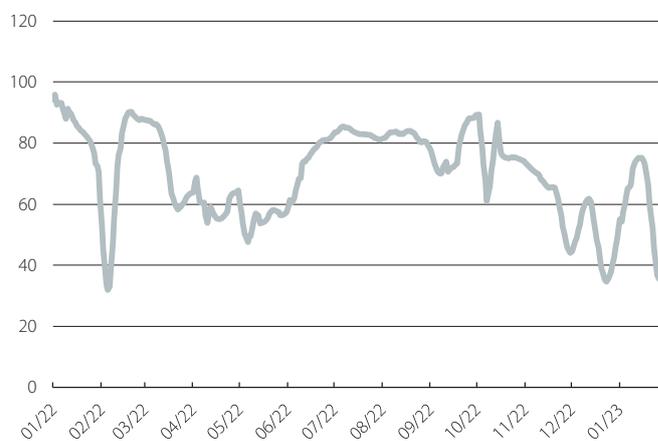
Nível



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

### China: passageiros no metro

Índice (100 = 4T 2019)



Nota: Agregado de Beijing, Shenzhen, Shangái, Hangzhou, Chengdu, Nanjing, Suzhou, Zhengzhou, Chongming, Wuhan e Xi'an.

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

## A Europa beneficia de um inverno relativamente ameno

Pela primeira vez em muitos meses, as perspetivas para a economia europeia começaram a melhorar. Esta mudança de sentimento compensa, em parte, uma certa reação exagerada negativa no verão, quando se temia que o aumento da procura de gás para aquecimento no inverno pudesse forçar alguma forma de racionamento de energia na indústria para não esgotar as reservas antes da primavera. Contudo, nesta ocasião a meteorologia jogou a nosso favor: o inverno está a ser mais ameno do que o habitual e a conter o consumo de gás (em 2022, foi 15% inferior ao consumo médio dos dois anos anteriores, de acordo com Bruegel), o que está a aliviar a pressão sobre os preços e a contribuir para que as reservas de gás se mantenham próximas dos máximos para estas datas (em torno de 80%). Este factor, somado às medidas tomadas em resposta à crise energética (centradas, sobre todo, na promoção da poupança de energia) alteraram substancialmente os cenários energéticos com que estamos a lidar e consideramos agora viável que os preços do crude e, em particular, do gás, sejam bastante inferiores ao que temíamos há alguns meses (ver o Focus «Energia: 2022 já terminou, será 2023 um ano tão turbulento?» neste mesmo relatório).

O que parece claro é que, embora possamos assistir a um agravamento do Inverno nas próximas semanas, é agora improvável que soframos um racionamento de energia a curto prazo, o que dilui os cenários mais pessimistas que perspetivávamos há alguns meses. Além disso, muitos dos indicadores, tanto de atividade como de procura, têm tido um desempenho melhor do que o esperado nos últimos meses. Esta melhoria das expectativas para a zona euro não é incompatível com o desempenho demonstrado pelo PIB no 4T 2022. A região cresceu 0,1% trimestralmente, mas em grande parte graças ao crescimento surpreendente da Irlanda (3,5% em cadeia), pois nem a Alemanha (-0,2%) nem a Itália (-0,1%) evitaram a queda e a França praticamente estagnou (0,1%).

Na verdade, a queda sofrida pela Alemanha mancha o otimismo demonstrado por vários organismos oficiais no início do ano, que declararam que o país teria evitado uma queda no quarto trimestre. No entanto, a quebra no quarto trimestre foi mais branda do que o esperado há alguns meses atrás e deve ter-se em conta que o número é preliminar e, portanto, sujeito a revisões. Além disso, a recuperação dos principais indicadores de confiança empresarial sugere que o início de 2023 poderá não ser tão negativo como se temia no final do Verão, uma hipótese que é reforçada pela tendência do índice semanal de atividade produzido pelo Bundesbank, que mostra tépidos sinais de uma melhoria na atividade no início do ano, embora num contexto de clara debilidade. A este respeito, o próprio governo alemão estima que o crescimento poderá atingir

### Índice de surpresas económicas \*

Nível



**Notas:** \* Define-se como os desvios ponderados históricos das diferenças entre os dados publicados e as expectativas dos analistas. Um valor positivo implica que o dado publicado foi melhor do que o esperado, e se for negativo, indica que o dado decepcionou.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do Citigroup e da Refinitiv.

### Global: previsões do PIB 2023

Varição anual (%)



**Fonte:** BPI Research, a partir de próprias previsões.

0,2% em 2023, em comparação com a recessão de 0,4% que previa no Outono de 2022. Consequentemente, parece que a deterioração da atividade no primeiro trimestre de 2023 será menos pronunciada do que temíamos no Verão, o que explica a revisão em alta da nossa previsão de crescimento do PIB em 2023 para 0,0%, face a uma recessão de 0,2% estimada há alguns meses..

A Itália, apesar do tropeço no final do ano, teve um desempenho muito melhor do que o esperado, alcançando o melhor desempenho económico da região ao longo de 2022, uma tendência que pode continuar de acordo com os principais indicadores de clima industrial. De facto, o ESI registou uma melhoria substancial ao longo do quarto trimestre e em dezembro atingiu valores de 100,3, em comparação com 95,8 na zona euro, 94,6 na Alemanha e

93,3 em França. A França, à priori um dos países menos expostos ao gás russo, teve um desempenho um pouco menos positivo do que o esperado, em grande parte porque teve de lidar com os problemas de produção de eletricidade de uma rede altamente dependente de centrais nucleares com problemas de manutenção. A tal ponto que quase 40% dos seus reatores nucleares sofreram interrupções, resultando na menor produção de eletricidade em França em sete anos e obrigando o país a tornar-se importador líquido de energia.

Em suma, as revisões em alta do crescimento em 2023 são generalizadas entre os principais países: <sup>1</sup> +0,2 p.p. na Alemanha, para 0,0%; +0,7 p.p. em Itália, para 0,5%; compensando o -0,3 p.p. em França, para 0,3%. Isto explica porque revemos em alta em 0,3 p.p. o crescimento da Zona Euro, para 0,5%. Para 2024, mantemos o atual cenário praticamente inalterado.

Por outro lado, paralelamente a esta melhoria do desempenho nos últimos meses e às perspetivas da atividade económica no começo de 2023, os ventos de proa para o segundo semestre do ano também ganharam alguma força. Com efeito, as expectativas de endurecimento da política monetária do BCE foram significativamente revistas em alta no último mês devido à maior persistência que o banco central prevê em termos de inflação. De facto, o nosso cenário de taxas de juro foi revisto em alta e pensamos agora que a taxa de referência do BCE poderá atingir 3,5% em meados deste ano.

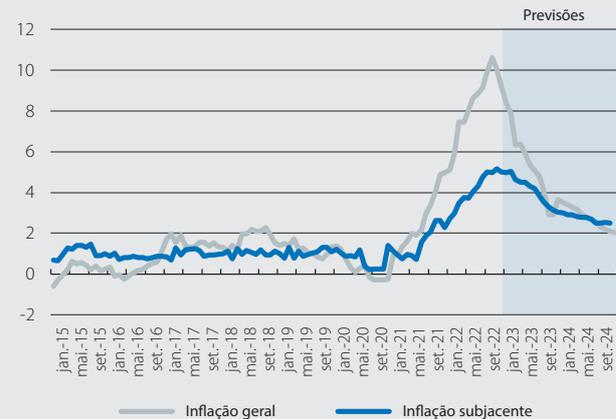
Neste contexto de melhoria das perspetivas económicas, a inflação começou a mostrar tímidos sinais de moderação, se bem que ainda se situe em valores muito elevados (9,2% em dezembro). Ao longo de 2023, a descida da inflação geral deverá intensificar-se graças à estabilização dos preços da energia, à normalização dos estrangulamentos e à desaceleração económica (ver o Dossier neste mesmo relatório). Deste modo, 2023 poderá fechar ligeiramente abaixo dos 4%, ainda que seja provável que os efeitos de segunda ordem e a retirada das diferentes medidas fiscais implementadas para compensar o encarecimento da energia mantenham uma inércia considerável e o objetivo de 2% não seja alcançado até ao final de 2024.

Este melhor desempenho da economia europeia contrasta com as evidências de um arrefecimento da economia norte-americana superior ao esperado em finais de 2022 e começo de 2023, o que levou a uma revisão em baixa da previsão de crescimento para os EUA, embora continuemos confiantes de que evitará um cenário de recessão (ver o Focus «EUA: aterra como pudes» nesta edição da *Informação Mensal*).

1. Para Portugal, revemos em alta o crescimento de 2023 em 0,5 p.p., para 1%. (ver Focus “As chaves para o cenário macro de Portugal” nesta edição.

## Zona Euro: inflação geral e subjacente

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat e nas suas próprias previsões.

Contudo, deve ter-se em conta que, não obstante as expectativas para a economia europeia tenham melhorado, o cenário que estamos a examinar não deixa de ser de quase estagnação e a incerteza continua a ser muito elevada. A guerra na Ucrânia não é suscetível de terminar a curto prazo e o fim da política de COVID zero da China irá afetar a economia mundial. De facto, a reabertura da economia chinesa é uma espada de dois gumes para as economias desenvolvidas. Por um lado, é bastante provável que se verifique uma retoma notável da atividade na primavera (uma vez ultrapassadas as primeiras ondas após a reabertura) e que as cadeias globais de abastecimento sejam estimuladas. Mas, por outro, esta reativação exercerá uma clara pressão da procura sobre uma parte importante das matérias-primas industriais, entre as quais o crude e o gás, o que fará subir os preços. Acresce que o nosso cenário contempla uma clara aceleração da atividade chinesa no segundo semestre de 2023, coincidindo com o período em que a Europa deverá reabastecer as suas reservas de gás para enfrentar o inverno de 2023-2024, num cenário em que, *a priori*, o fornecimento de gás russo à Europa continuará a ser quase nulo. Chegado o momento, a variável «inverno» voltará a ser fundamental na construção de cenários. Em suma, embora os piores cenários se tenham dissipado a curto prazo, é ainda demasiado cedo para cantar vitória num ano que continuará a ser caracterizado por uma elevada incerteza e complexidade.

## EUA: aterra como conseguireis

Apesar dos dados positivos de crescimento do 4T de 2022, mais de metade dos analistas do painel de consenso da Bloomberg acredita que em 2023 assistiremos à queda do PIB dos EUA durante dois trimestres consecutivos. Além disso, a probabilidade que atribuem a uma recessão dos EUA nos próximos 12 meses é de quase 70% e a curva de taxas soberanas está invertida a partir dos 3 meses, um preditor quase infalível da recessão. Que argumentos sustentam esta visão pessimista acerca da atividade dos EUA (*hard landing*)? Há alguma razão que leve a crer que é possível evitar a recessão (*soft landing*)?

### Os EUA ainda não estão em recessão

Os dados económicos mais recentes não mostram uma economia em recessão, embora todos, e em especial os mais associados às perceções dos agentes económicos, revelem uma tendência generalizada para a moderação. Por exemplo, os PMI e ISM encontram-se abaixo dos 50 pontos, o que separa os níveis compatíveis com a expansão económica dos associados com uma contração da atividade. Do mesmo modo, os indicadores de confiança dos consumidores atingem níveis muito baixos (por exemplo, o índice de sentimento da Universidade de Michigan está abaixo dos níveis registados durante a pandemia e, em junho de 2022, registou o seu nível mais baixo desde 1978). Apesar da produção industrial e das vendas a retalho não apresentarem uma evolução tão adversa, a sua evolução homóloga encontra-se ligeiramente acima da média histórica, embora tenha tendência descendente. Por outro lado, o mercado de trabalho não só demonstra sinais de enfraquecimento, como também apresenta níveis de saturação que, para alguns indicadores, é incomum. Por exemplo, por cada desempregado há atualmente 1,7 postos de trabalho disponíveis, um rácio que chegou quase aos 2 em abril do ano passado e cuja média

### EUA: vagas de emprego



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

histórica é de 0,64. A taxa de desemprego situa-se nos 3,5%, a mais baixa de sempre, e o ritmo da criação de postos de trabalho é ligeiramente superior à média de 2015-2019, embora tenha moderado. Deste modo, tendo em conta esta combinação de indicadores, é possível dizer que os EUA estão em recessão? Recentemente,<sup>1</sup> explicamos que uma recessão é caracterizada pela diminuição significativa da atividade económica em todas as áreas económicas, de forma generalizada, e por um período prolongado. Outra definição comumente utilizada, embora incompleta, é a de que uma recessão técnica ocorre quando se observam contrações do PIB durante dois trimestres consecutivos. Se tivermos em consideração a segunda definição, podemos concluir que os EUA já entraram em recessão em 2022, e não excluiríamos a hipótese de voltar a acontecer em 2023. Ora, com a primeira

### EUA: principais indicadores de atividade

	Dezembro 2022	Novembro 2022	Outubro 2022	Setembro 2022	Média 2015-2019	Média crise financeira (2008-2009)	Média COVID (março-dezembro 2020)
Vendas a retalho (% homólogo)	6,0	6,0	8,0	8,4	3,5	-4,2	-0,3
Produção industrial (% homólogo)	1,7	2,2	3,4	5,0	0,1	-7,3	-8,1
Conference Board - Confiança dos consumidores (índice)	108,3	101,4	102,2	107,8	115,3	51,6	94,9
Universidade de Michigan - Sentimento dos consumidores (índice) *	64,6	59,7	56,8	59,9	95,2	65,0	77,8
Universidade de Michigan - Expectativas dos consumidores (índice) *	62,0	59,9	55,6	56,2	85,6	60,7	72,2
ISM indústrias (índice)	48,4	49,0	50,2	50,9	54,0	46,8	52,8
ISM serviços (índice)	49,6	56,5	54,4	56,7	56,7	46,8	53,9
Taxa de desemprego (%)	3,5	3,6	3,7	3,5	4,4	7,5	9,0
Criação de emprego (milhares de trabalhadores)	223,0	256,0	263,0	269,0	190,2	-358,5	-1.000,7

Nota: \* Os dados correspondem ao mês seguinte do indicado.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

1. Ver o Focus «EUA: em recessão?» no IM09/2022.

definição, utilizada pelo NBER, não podemos afirmar que os EUA tenham entrado em recessão em 2022, nem que correm o risco de se confrontarem com esta situação a curto prazo.

### Os ventos para 2023

O que sustenta a visão pessimista do consenso dos analistas? Em primeiro lugar, o endurecimento da política monetária da Reserva Federal em 2022 foi de uma intensidade desconhecida desde os anos oitenta. O aumento das taxas de juro, em conjunto com o processo de redução do seu balanço, terá um impacto na atividade económica longe de ser negligenciável. Em concreto, estima-se que, por cada aumento de 100 p.b. das taxas de juro oficiais, o PIB ao fim de quatro trimestres seja reduzido em quase 0,5 p.p.<sup>2</sup> Assim, o aumento das taxas observado até ao momento, e que ainda deverá registar-se no 1T de 2023, poderia diminuir mais de 2 p.p. do PIB dos EUA durante 2023. Este efeito já é visível na componente do PIB mais sensível às taxas de juro, o investimento residencial.<sup>3</sup>

Outra previsão para os EUA é a queda dos indicadores de confiança apresentados acima e o cenário de constante incerteza no qual se instalou a economia mundial, incluindo a dos EUA. Embora a queda dos indicadores de confiança e das expectativas não impliquem imediatamente uma contração da atividade, fornece-nos, sim, sinais de que as famílias e as empresas devem ser mais cautelosas nas suas ações e, por exemplo, adiar decisões de investimento e de consumo. Finalmente, os EUA não são alheios às dinâmicas globais. Estes ventos não acontecem apenas do outro lado do Atlântico. A desaceleração económica é mundial, pelo que é provável que a procura externa dos EUA não tenha a força necessária para compensar as dificuldades da procura interna.

### Conseguirão os ventos favoráveis soprar com a força suficiente?

Neste contexto, pode haver menos motivos para estar otimista relativamente à economia dos EUA, mas existem. O principal é o consumo privado, que prevemos que possa contribuir de forma positiva para o PIB em 2023. E isto é particularmente importante no caso dos EUA, em que o consumo privado é o principal motor da economia, representando cerca de 70% do PIB (na zona euro ronda os 50% e na China é inferior a 40%). A resistência prevista baseia-se em duas premissas: na força do mercado de trabalho e nas poupanças acumuladas durante a pandemia. O primeiro factor é a premissa chave, partilhado por vários membros da Reserva Federal. De acordo com as suas estimativas publicadas no último quadro macroeconómico, que coincidem em muitos aspetos com as nossas, o crescimento da taxa de desemprego não deverá ser tão acentuado. Isto pode ser explicado pelo grande desajustamento atual da oferta e da procura de emprego; existem ainda muitos

2. Ver Rush, J. (2021). «Bloomberg Economics Forecast Models for the U.S., U.K. and Euro Area». Bloomberg.

3. A componente de investimento residencial, que reflete sobretudo a evolução do mercado imobiliário, acentuou a sua queda em 2022, embora o investimento, no seu conjunto, tenha continuado a crescer em 2022 graças às outras subcomponentes (investimento em equipamentos, estruturas e propriedade intelectual).

### EUA: depósitos das famílias

(Biliões de dólares)



Nota: A linha tracejada mostra a evolução dos depósitos, assumindo um crescimento médio entre 2015 e 2019 a partir do 1T de 2020.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Reserva Federal.

postos de trabalho,<sup>4</sup> pelo que é razoável pensar que alguns dos trabalhadores que poderiam perder o seu trabalho num contexto de desaceleração e subida das taxas de juro, poderiam encontrar outros postos de trabalho.

O outro elemento, a poupança acumulada, pode ser um amortecedor da redução do poder de compra das famílias. Como constatámos num artigo recente,<sup>5</sup> a poupança acumulada atingiu os 12% do PIB e, segundo as últimas estimativas, as famílias ainda não consumiram 60% deste montante. Embora seja muito provável que estas poupanças não estejam distribuídas equitativamente pelos diferentes percentis de rendimento, cuja tendência para o consumo varia, e uma parte destas poupanças acumuladas se encontrem em ativos pouco líquidos ou tenham mesmo sofrido perdas decorrentes de flutuações nos mercados financeiros, ainda poderá ser disponibilizado algum suporte para o consumo privado. Em concreto, estimamos que os depósitos das famílias norte-americanas são 18% mais elevados em relação ao que poderiam ter sido caso não se tivesse ocorrido a pandemia (foram até 23% mais elevados, mas a menor taxa de poupança no último período de 2022 começou a esvaziar os depósitos).

O cenário é exigente e assim permanecerá em 2023. Entre as muitas incertezas, devemos observar de que forma se irão desenvolver este ano, as pressões inflacionistas e as condições financeiras estarão presentes. Se, tal como pensamos, a inflação mantiver a sua tendência descendente, mas ainda com níveis elevados, poderá deixar de ser um vento tão desfavorável como foi em 2022. Além disso, a flexibilização das condições financeiras (por exemplo, a taxa de juro soberana a 10 anos e a taxa de juro de uma hipoteca padrão a 30 anos caíram cerca de 70 p.b. e 90 p.b., respetivamente, provenientes dos máximos do 4T de 2022) também aponta para a possibilidade de este vento ser ligeiramente mais fraco em 2023. Veremos se estes elementos, em conjunto com a força do mercado de trabalho e a significativa poupança acumulada, contribuem para amortecer um eventual *hard landing*.

4. Concretamente, mais de 10 milhões, quando a média desde 2000 é um pouco abaixo da metade desse número.

5. Ver o Focus «EUA: De que forma a poupança acumulada pode apoiar a economia?» no IM07/2022.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	1,0	1,0	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	17,5	8,6	11,2	7,8	8,5	7,1	6,4	7,2	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	101,4	109,0	107,1
Produção industrial	4,9	3,9	4,8	4,5	4,1	2,4	2,2	1,6	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	49,0	48,4	47,4
Habitções iniciadas (milhares)	1.605	1.555	1.720	1.647	1.450	1.403	1.401	1.382	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	...	299	314	310	...	303	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	59,9	60,1	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,6	...	-3,9	-4,0	-3,9	...	-3,8	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	7,1	6,5	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	6,0	5,7	...

## JAPÃO

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,1	...	1,2	1,6	1,5	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	34,8	33,1	31,2	29,6	28,6	30,3	31,0
Produção industrial	5,6	0,1	-0,6	-3,6	4,0	0,5	-0,9	-1,2	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	14,0	9,0	8,0	7,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	-4,9	-1,0	-1,9	-3,0	-5,1	-4,6	-4,9	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	-0,2	2,5	0,9	2,4	2,9	3,9	3,8	4,0	...
Taxa de inflação subjacente	-0,5	1,1	-0,9	0,8	1,5	2,8	2,8	3,0	...

## CHINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	8,4	3,0	4,8	0,4	3,9	2,9	-	-	-
Vendas a retalho	12,4	-0,8	1,6	-4,9	3,5	-2,7	-0,5	-5,9	-1,8
Produção industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	5,0	2,2	1,3
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	49,2	48,0	47,0
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	681	889	728	824	908	889	907,7	905,1	889,1
Exportações	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	-6,8	-0,6	-9,0	-10,1
Importações	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	-6,5	-0,7	-10,6	-7,5
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	2,1	1,6	1,8
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,80	3,65	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,3	6,6	6,9	7,1	7,2	7,2	7,0

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	5,5	...	6,1	1,1	-0,7	...	-2,8	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	9,0	...	-0,2	0,4	1,8	...	2,0	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	...	-13,6	-22,6	-26,9	-26,9	-23,8	-22,1	-20,9
Sentimento económico	110,7	...	111,2	103,9	96,5	96,5	95,1	97,1	99,9
PMI indústrias	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	47,1	47,8	48,8
PMI serviços	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	48,5	49,8	50,7
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,4	...	3,0	2,6	1,7	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,6	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	7,9	7,3	7,3	7,6	7,2	7,1	7,0	7,1	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	9,5	8,1	8,5	8,1	7,9	7,8	7,8	7,8	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	5,5	3,5	5,5	4,3	2,3	1,9	1,9	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	2,6	1,9	3,5	1,7	1,4	1,1	1,1	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	6,8	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	0,5	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	6,7	3,9	6,4	5,0	2,7	1,7	1,7	-	-

## Preços

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Inflação geral	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	10,1	9,2	8,5
Inflação subjacente	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,0	5,2	5,2

## Setor externo

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Balança corrente</b>	2,6	...	1,8	0,7	-0,8	...	-0,9	...	...
Alemanha	7,4	...	6,6	5,4	4,2	...	3,8	...	...
França	0,4	...	0,1	-0,4	-1,3	...	-1,8	...	...
Itália	3,1	...	2,1	1,0	-0,6	...	-0,8	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,2	...	92,5	90,1	88,9	...	92,2	...	...

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	3,5	6,7	4,4	6,1	8,4	7,8	8,3	6,3	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,8	4,4	4,4	4,6	4,5	4,0	4,1	3,8	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,0	3,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,3	2,0	1,4	1,5	2,1	2,9	2,9	3,1	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	1,9	0,0	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	-0,3	0,9	5,3	11,9	11,9	14,0	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,6	0,7	2,0	4,3	7,6	8,5	11,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,1	1,3	...

**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.