

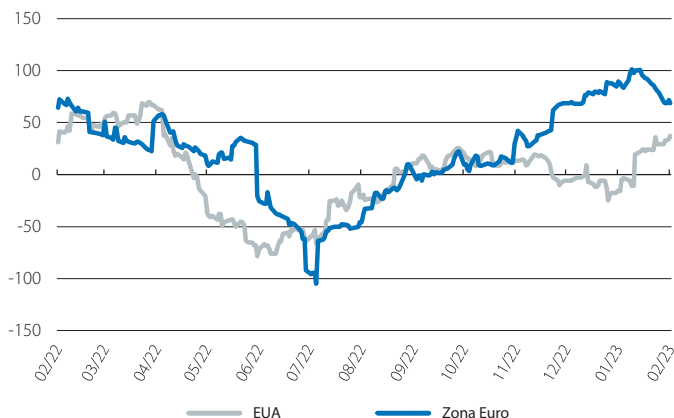
## Cautelosamente otimistas com a economia internacional

O cenário macroeconómico continua a mostrar sinais positivos num ambiente desafiador. A atividade teve um melhor desempenho durante o Inverno do que se temia no Verão, a confiança dos agentes continua a melhorar e a inflação pode ter deixado o seu limite máximo para trás graças a preços de energia substancialmente mais baixos (85% no caso do gás, a partir dos máximos de agosto) e à normalização das cadeias globais de abastecimento. Em geral, os sinais recentes apontam para que a atividade nas principais economias desenvolvidas e na China seja mais positiva no primeiro trimestre do que o previsto há alguns meses. Isto é, naturalmente, uma boa notícia, mas não deve alimentar um otimismo excessivo. Em primeiro lugar, o risco geopolítico, longe de diminuir, continua muito presente após um ano de guerra na Ucrânia. Além disso, o impacto das subidas de taxas aprovadas pela maioria dos bancos centrais ainda não se traduziram plenamente na atividade, e a política monetária continuará a ser restritiva, dada a persistência em medidas subjacentes de inflação. De facto, a força dos dados recentes da atividade e a persistência da inflação nas principais economias aumentou o risco de as taxas de juro serem mais altas e, além disso, permanecerem mais altas por mais tempo, como se reflete na mudança das expectativas do mercado, um movimento detalhado na secção do sentimento dos mercados financeiros.

A Zona Euro começa o ano com boas perspetivas para o 1T de 2023. Com efeito, os PMI de fevereiro excederam o nível crítico de 50 pontos em todas as grandes economias (Alemanha, 50,7; França, 51,7, e a Zona Euro, 52,0), graças à notável melhoria da confiança no sector dos serviços (nitidamente na zona de expansão), visto que a confiança na indústria transformadora caiu novamente (são agora oito meses consecutivos em níveis restritivos). No entanto, a componente de preços do PMI na Zona do Euro voltou a diminuir para um mínimo de 16 meses, continuando, no entanto, num nível muito elevado. Isto reforça a opinião de que as pressões inflacionistas exibirão uma inércia maior do que a pretendida e os dados mostram ser este o caso: a inflação na Zona Euro tem vindo a diminuir desde os máximos de outubro (10,6% vs. 8,5% em fevereiro) graças à queda da componente energética, enquanto as pressões latentes continuam a sua lenta subida e, em fevereiro a inflação subjacente (que exclui a energia e todos os alimentos) atingiu máximos de 5,6%. Neste contexto de inflação elevada, o crescimento salarial estabilizou em cerca de 4,0%, numa base anual, no final do ano passado, segundo o indicador do BCE. Apesar do bom desempenho da economia no 1T de 2023, é prematuro esperar uma retoma significativa da atividade após a primavera, dados os desafios significativos que a região ainda enfrenta. Embora os preços do gás tenham sido substancialmente corrigidos, ainda continuam a ser o dobro do seu valor anterior à guerra. Além disso, o BCE também esclareceu que vai continuar a aumentar as taxas de juro, pesando assim na atividade.

### Índice de surpresas económicas \*

Nível

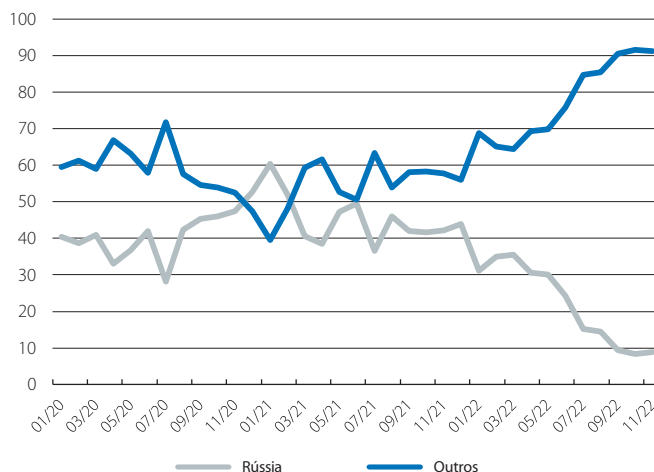


Notas: \* Define-se como os desvios ponderados históricos das diferenças entre os dados publicados e as expectativas dos analistas. Um valor positivo implica que os dados publicados foram melhores que o esperado, um valor negativo indica que os dados foram desafortunados.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Citigroup, via Refinitiv.

### UE: importações de gás

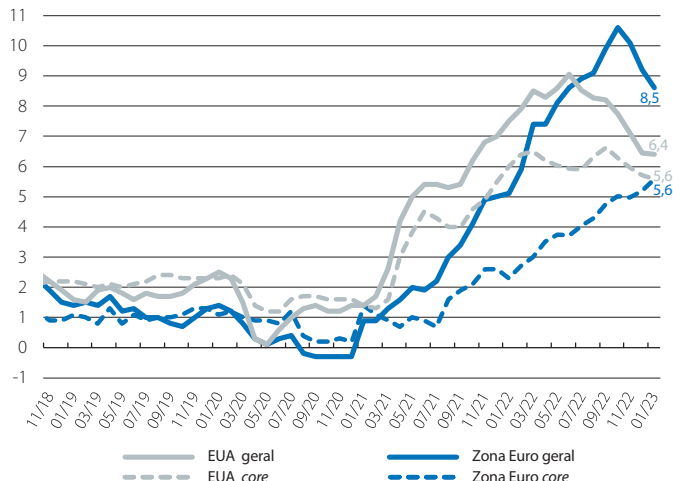
(% do total)



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

### EUA e Zona Euro: IPC

Variação homóloga (%)



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

**Os EUA iniciam o ano com um dinamismo surpreendente.**

Após registar um crescimento não negligenciável de 2,7% anualizado no 4T 2022, os últimos indicadores mostraram uma força notável no início de 2023: o crescimento das vendas a retalho em janeiro (3,0% face ao mês anterior) compensou o declínio acumulado nos dois meses anteriores; a produção industrial conseguiu crescer 1,0% em cadeia em janeiro; foram criados mais de 500.000 empregos em janeiro, e o PMI subiu acima do nível crítico de 50 pontos pela primeira vez em oito meses, em fevereiro. Neste contexto, a inflação continuou a diminuir em janeiro, tanto a global (6,4%) como a inflação core (5,6%), embora a um ritmo mais lento do que nos meses anteriores. Este cenário de surpresas positivas na atividade com inflação ainda bastante elevada ajuda a explicar as recentes mensagens da Fed, nas quais coloca especial ênfase na sinalização de que vai continuar a aumentar as taxas de juro.

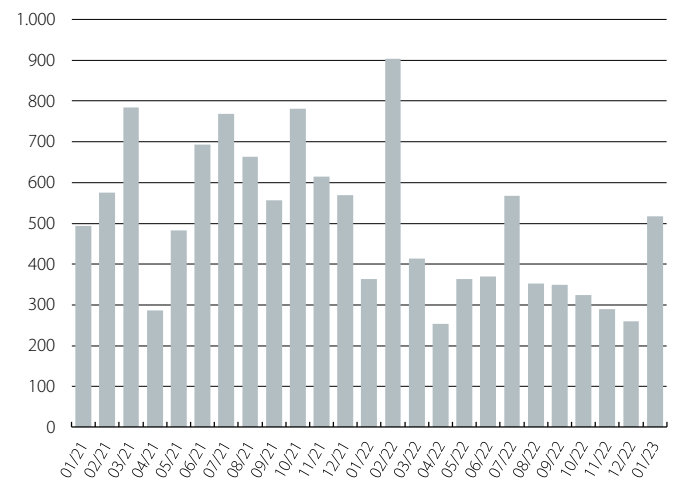
**A Rússia teve um desempenho melhor do que o esperado em 2022, apesar das sanções.**

O gabinete de estatística russo anunciou que a economia sofreu uma contração de 2,1% em 2022, o que é consistente com um crescimento de 0,5% em cadeia no 4T 2022. No entanto, o início de 2023 pode não ser tão positivo e o impacto de duas das sanções impostas em dezembro pode começar a ser sentido: a proibição da UE de importação de petróleo russo e a limitação do preço do crude pelo G-7. A fim de contrariar estas medidas, a Rússia aumentou significativamente as suas vendas de crude à China e, sobretudo, à Índia, ao mesmo tempo que anunciava que iria reduzir a produção em cerca de 500.000 barris por dia.

**A Turquia lida com as consequências do terramoto.** O desempenho dinâmico da economia turca (0,9% de crescimento trimestral no 4T 2022) foi bruscamente interrompido pelo devastador terramoto que atingiu o sudeste do país, na fronteira com a Síria. Para além do custo irreparável em vidas humanas, há o impacto nas empresas, dado que a área afetada representa quase 10% do PIB turco. A boa notícia é que os danos nas principais infraestruturas parecem ser limitados, o que poderá permitir uma recuperação rápida e intensiva da atividade após uma paragem inicial, graças aos trabalhos de reconstrução estimados entre 6% e 10% do PIB. No entanto, o terramoto pode também ter ramificações políticas: as eleições de 14 de maio realizar-se-ão sob a sombra do impacto do terramoto e do descontentamento social sobre o que consideram ter sido uma reação lenta e insuficiente do governo de Erdoğan. Além disso, dado o grande número de pessoas deslocadas após o terramoto (perto de 13 milhões de pessoas), a viabilidade da realização das eleições na data prevista começa a ser posta em causa.

**EUA: criação de empregos não agrícolas**

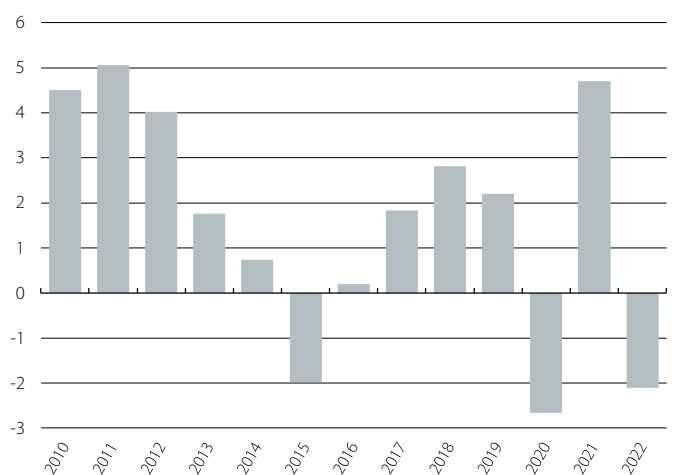
(Milhares de pessoas)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS, via Refinitiv.

**Rússia: PIB**

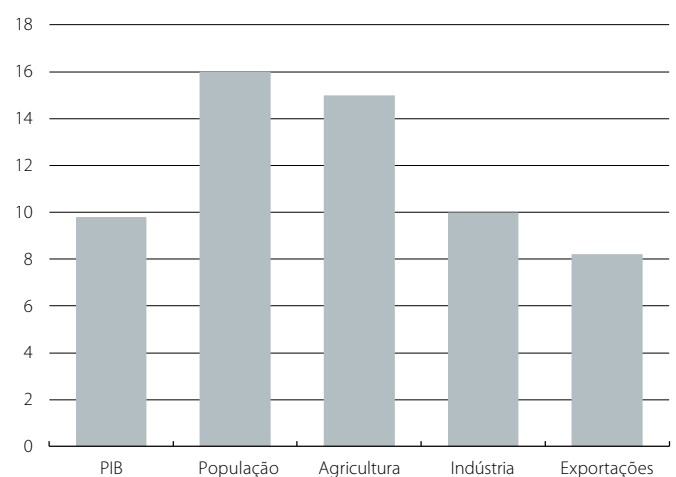
Variação anual (%)



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

**Turquia: zona afetada pelo sismo**

(% do total do país)



Fonte: BPI Research, a partir de dados publicados pela Capital Economics.

## Um retrato das tensões no mercado de trabalho dos EUA

A taxa de desemprego nos EUA situava-se em 3,4% em janeiro, um nível não visto desde os anos 60, e a geração de empregos no mesmo mês foi superior a 500.000 empregos, um ritmo duas vezes superior à média observada entre 2015 e o início da década de 2020. Também, de acordo com os dados disponíveis até dezembro, existem 1,9 vagas de emprego para cada desempregado nos EUA, um rácio muito superior à média histórica de 0,65 e indicativo de quão tenso está o mercado de trabalho na maior economia mundial.

### Choque de oferta ou choque de procura no mercado de trabalho?

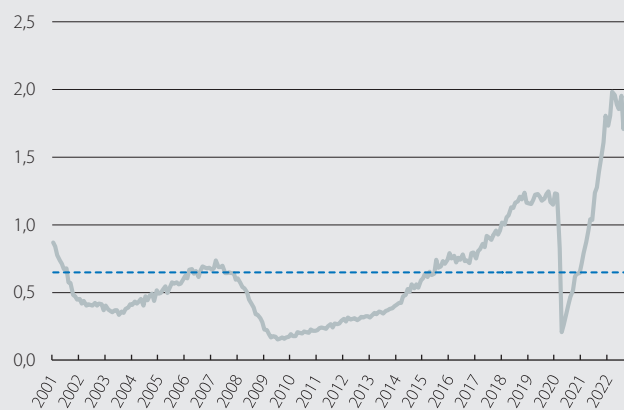
Quando dizemos que há um aperto do mercado de trabalho, queremos dizer que há muito mais empresas à procura de trabalhadores do que pessoas à procura de emprego. A primeira pergunta a fazer, então, é se este aperto pós-pandémico foi causado por um aumento da procura de emprego (mais empresas a querer contratar) ou por uma queda na oferta (menos trabalhadores). A soma do número total de empregados e das vagas disponíveis, que seria um indicador da procura total de emprego, não está longe da sua tendência histórica, sugerindo que não estamos perante um choque de procura. Por outro lado, se fizermos um cálculo semelhante para a oferta de trabalho,<sup>1</sup> vemos que a pandemia foi de facto um grande choque nesta dimensão, visto que existem agora cerca de 4,5 milhões de trabalhadores a menos do que seria de esperar.

Dois fatores são responsáveis pela maior parte desta menor oferta de emprego: uma diminuição da imigração e uma redução da taxa de participação laboral. O primeiro elemento explicaria aproximadamente 1,2 dos 4,5 milhões de trabalhadores a menos, visto que os dados mostram uma mudança na tendência da população não nascida nos EUA desde o início de 2019, que procura trabalho no país. Se a tendência de crescimento observada entre 2015 e 2019 neste segmento da população tivesse continuado, haveria pouco mais de 47 milhões de pessoas nascidas fora dos EUA no final de 2022 com mais de 16 anos, em vez dos 45,9 relatados pela BLS em janeiro. O segundo elemento é a menor taxa de participação laboral, ou seja, uma queda no número de pessoas com mais de 16 anos que trabalham ou gostariam de trabalhar, de 63,3% antes da pandemia para 62,4% em janeiro, equivalente a cerca de 2,7 milhões de trabalhadores a menos.

1. Para projetar o emprego que «deveríamos observar», utilizamos as mais recentes estimativas da população dos EUA (2017) para prever a população com mais de 16 anos e assumimos taxas constantes de desemprego (3,5%) e de participação laboral (63,3%) desde o início da pandemia.

### EUA: vagas por desempregado

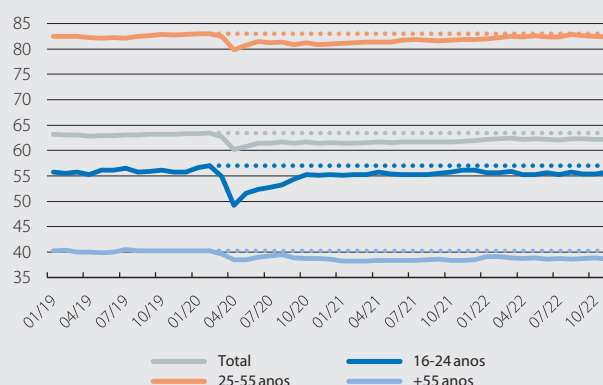
Rácio



Nota: Na linha tracejada, indicamos a média histórica.  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS.

### EUA: taxa de participação laboral por idade

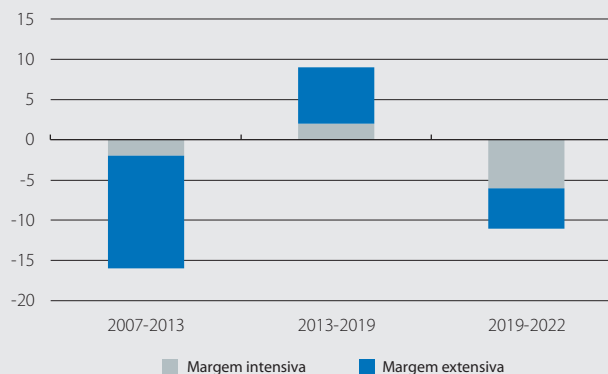
(%)



Nota: Na linha tracejada, marcamos o nível de fevereiro de 2020.  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS.

### EUA: decomposição da mudança no total de horas trabalhadas

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados de Lee, D. et al. (2023). «Where Are the Workers? From Great Resignation to Quiet Quitting». National Bureau of Economic Research, n.º w30833.

Durante os meses de pico da pandemia, o declínio desta taxa foi particularmente pronunciado e foi atribuído, em parte, a fatores económicos como o medo de trabalhar em empregos mais expostos ao contacto humano ou a incapacidade de muitas pessoas de combinar o trabalho com o cuidado de crianças ou idosos.<sup>2</sup> No entanto, estes fatores já não deveriam desempenhar um papel significativo. De facto, o que está agora a conduzir esta taxa mais baixa é, acima de tudo, a saída do mercado de trabalho da população com mais de 55 anos. As alterações na composição dentro desta (grande) faixa etária foram particularmente relevantes entre 2016 e 2022, uma vez que o peso da população com idades compreendidas entre os 55 e 59 anos (cuja taxa de participação laboral é muito superior à da população com mais de 60 anos) diminuiu.<sup>3</sup>

Por outro lado, é importante notar que esta queda no número de trabalhadores ocorre a partir da margem extensiva de oferta de mão de obra, ou seja, o número de pessoas a trabalhar. Mas, ao mesmo tempo que o número de pessoas no mercado de trabalho está a diminuir, as que permanecem no mercado de trabalho trabalham menos horas, reduzindo, por sua vez, a margem intensiva. Este fenómeno denomina-se desistência silenciosa (*quiet quitting*) e deve-se ao desejo de muitos trabalhadores de encontrar um melhor equilíbrio entre trabalho e vida pessoal. Assim, como se pode ver no terceiro gráfico, de acordo com dados de uma investigação recente, a redução das horas trabalhadas entre 2019 e 2022 nos EUA explica-se tanto pela redução da margem extensiva como intensiva, sendo a redução intensiva mais acentuada entre os homens com formação universitária e entre os 25-39 anos.<sup>4</sup>

### Será a Fed bem sucedida no equilíbrio da oferta e procura de emprego?

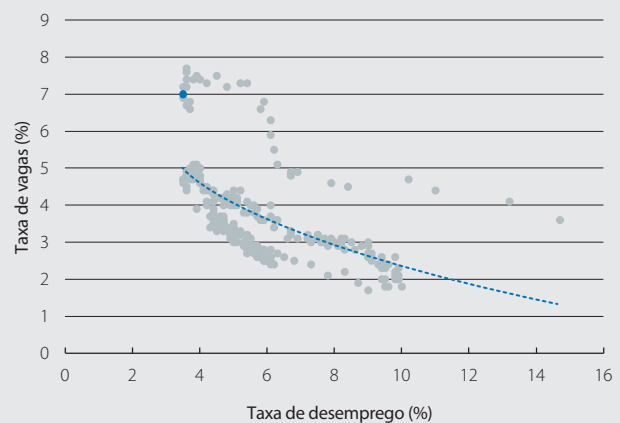
Este desfasamento entre a oferta e a procura de trabalho está a provocar dinâmicas salariais que não estão a ajudar a Reserva Federal a trazer a inflação de volta à sua meta de 2%. A fim de preencher vagas e atrair trabalhadores, as empresas têm de oferecer salários mais elevados, o que por sua vez provoca um aumento da inflação. Por esta razão, através da subida das taxas, a Fed está a tentar reequilibrar a oferta e procura de trabalho, e pretende fazê-lo sem causar um grande aumento da taxa de desemprego: o aperto monetário por si só não encorajará os trabalhadores fora do mercado de trabalho a entrar no mesmo,

2. Este fenómeno, particularmente intenso em 2021, foi chamado a grande renúncia. (*the great resignation*). Ver para mais detalhes «EUA: recuperação (in)completa do mercado laboral» no IM07 /2021.

3. De facto, a mudança na composição dentro da população de 55+ representaria 2,4 milhões dos 2,7 milhões de trabalhadores a menos discutidos acima.

4. Ver Lee, D. et al. (2023). «Where Are the Workers? From Great Resignation to Quiet Quitting». National Bureau of Economic Research, n.º w30833.

### EUA: curva de Beveridge



Nota: Em azul, marcamos os últimos dados disponíveis.

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

mas deverá desencorajar as empresas a contratar mais pessoas, reduzindo assim as ofertas de emprego.

Então, será que a Fed conseguirá baixar a taxa de vagas sem necessariamente implicar um aumento acentuado do desemprego? A resposta não é óbvia e grande parte da conclusão do debate sobre se vai haver uma recessão nos EUA depende dela. Há argumentos em ambos os sentidos: por um lado, a curva de Beveridge, que relaciona a taxa de ofertas de emprego com a taxa de desemprego, não é linear e no ponto em que se encontra agora, desde que as relações históricas sejam mantidas, haveria alguma margem para reduzir as ofertas de emprego sem aumentar excessivamente o desemprego.<sup>5</sup> Além disso, dadas as dificuldades dos últimos anos no preenchimento de ofertas de emprego, muitas empresas podem optar por não destruir postos de trabalho se recearem ter dificuldade em encontrar trabalhadores mais tarde.<sup>6</sup> Por outro lado, as ofertas de emprego não estão distribuídas uniformemente pelos sectores económicos dos EUA. De facto, as vagas estão altamente concentradas no sector da hotelaria e restauração (precisamente onde os salários por hora são mais baixos), por isso, se assumirmos que a subida da taxa da Fed arrefece a procura em todos os sectores (e suprime as vagas) de forma relativamente semelhante, poderá levar à destruição de empregos no resto dos sectores e assim aumentar a taxa de desemprego.

5. Ver Bok, B. et al. (2022). «Finding a Soft Landing along the Beveridge Curve». FRBSF Economic Letter, 24.

6. De facto, o relatório de janeiro sobre o emprego documentou um número de despedimentos inferior ao habitual para este mês, o que poderia ser explicado pelos receios das empresas quanto a dificuldades em encontrar trabalhadores no futuro.

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	12/22	01/23	02/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	0,9	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	17,5	8,7	11,5	7,8	8,5	7,0	7,3	7,4	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	109,0	106,0	102,9
Produção industrial	4,9	3,8	4,8	4,5	3,9	2,1	1,1	0,8	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	48,4	47,4	47,7
Habitções iniciadas (milhares)	1.605	1.556	1.720	1.647	1.450	1.405	1.371	1.309	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	306	299	313	310	303	302	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	60,1	60,2	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-3,9	-3,7	-3,7	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	6,5	6,4	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	5,7	5,6	...

## JAPÃO

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	4,1	0,0	0,5	1,7	1,5	0,6	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	41,4	37,7	34,8	33,1	31,2	29,6	30,3	31,0	31,1
Produção industrial	15,6	-2,6	-0,6	-3,6	4,0	0,6	-0,8	-3,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	0,0	-1,3	14,0	9,0	8,0	7,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,1	4,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	1,4	-0,6	-1,0	-1,9	-3,0	-3,8	-3,7	-5,1	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	-0,7	-0,3	0,9	2,4	2,9	3,9	4,0	4,4	...
Taxa de inflação subjacente	-1,4	-0,8	-0,9	0,8	1,5	2,8	3,0	3,2	...

## CHINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	12/22	01/23	02/23
<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	-1,8	...	...
Produção industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	1,3	...	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	47,0	50,1	52,6
<b>Setor externo</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	681	889	728	824	908	889	905,1	...	...
Exportações	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	-6,8	-9,9	...	...
Importações	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	-6,5	-7,5	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação global	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	1,8	2,1	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,8	3,7	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	7,0	6,8	6,9

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	12/22	01/23	02/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	...	6,1	1,1	-0,6	-2,6	-2,8	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,0	...	-0,2	0,4	1,7	1,5	-1,7	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	...	-13,7	-22,6	-26,9	-26,9	-22,0	-20,7	-19,0
Sentimento económico	110,7	...	111,2	103,8	96,5	96,5	97,1	99,8	99,7
PMI indústrias	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	47,8	48,8	48,5
PMI serviços	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	49,8	50,8	52,7
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,4	...	3,0	2,6	1,7	1,5	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,3	7,5	7,2	7,2	7,2	7,1	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	8,5	8,1	8,0	7,8	7,8	7,9	...
<b>PIB real (variação homóloga)</b>	5,5	3,5	5,5	4,3	2,3	1,9	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	2,8	1,9	3,5	1,7	1,4	0,9	-	-	-
França (variação homóloga)	7,2	2,6	4,8	4,2	1,0	0,5	-	-	-
Itália (variação homóloga)	7,3	3,9	6,5	5,1	2,5	1,4	-	-	-

## 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	12/22	01/23	02/23
Inflação global	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	9,2	8,6	8,5
Inflação subjacente	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,2	5,3	5,6

## 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	12/22	01/23	02/23
<b>Balança corrente</b>	2,6	-0,8	1,8	0,7	-0,8	-0,8	-0,8	...	...
Alemanha	7,4	3,8	6,6	5,4	4,2	3,8	3,8	...	...
França	0,4	-2,0	0,1	-0,4	-1,3	-2,0	-2,0	...	...
Itália	3,0	-0,7	2,1	1,0	-0,6	-0,7	-0,7	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,3	90,8	92,5	90,2	88,9	91,6	92,6	93,0	93,0

## 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	12/22	01/23	02/23
<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	6,3	6,1	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,8	4,4	4,4	4,6	4,5	4,0	3,8	3,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,4	3,5	...
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	3,1	3,5	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	0,0	-1,3	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	-0,3	0,9	5,3	12,0	14,0	15,1	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	0,7	2,0	4,2	7,7	11,3	13,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,4	1,5	...

**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.