

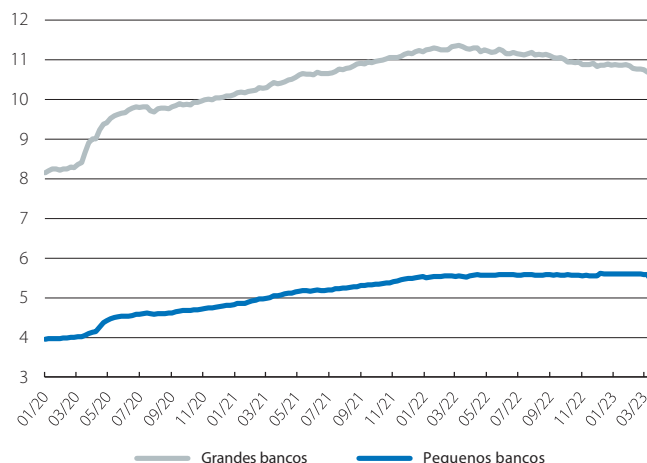
Triângulo amoroso na economia internacional: atividade, inflação e estabilidade financeira

O cenário económico ganha novos ingredientes. Em março, a maior parte dos indicadores publicados reafirmaram um quadro de valores de atividade mais fracos e maior inércia nas pressões subjacentes aos preços. No entanto, o colapso do Silicon Valley Bank (SVB) desencadeou tumultos financeiros e revelou que os aumentos rápidos e vigorosos das taxas pelos bancos centrais estão a apertar as condições financeiras (ver mais pormenores do episódio na conjuntura dos Mercados Financeiros deste relatório). Embora o seu efeito ainda não seja facilmente visível nos dados macroeconómicos, o aperto monetário aponta para uma certa mudança no perfil do cenário económico: dados mais resistentes a curto prazo, mas menos pujantes na parte final do ano, quando as subidas de taxas dos bancos centrais terão tido tempo de penetrar na economia como um todo e o seu impacto deverá ser visível nos grandes agregados económicos. Por exemplo, nos EUA, o episódio do SVB levou a que alguns depósitos passassem de entidades pequenas e médias para maiores. Os depósitos continuam a ser consideravelmente altos, mas este movimento destaca a exigência sobre a chamada «banca regional» nos EUA. E, como subsector importante em empréstimos comerciais, industriais e imobiliários, pode pesar sobre as hipóteses de uma aterragem suave em 2023.

O mercado de trabalho, um pilar de apoio. Os preços da energia (muito mais relaxados do que em 2022, mas ainda elevados em relação aos níveis pré-pandémicos), a inflação elevada, o aperto monetário e os seus derivados, e a incerteza continuam a ser um obstáculo e a dificultar o desempenho da economia global. Mas, face a estes ventos contrários, o mercado de trabalho nas principais economias internacionais continua a ter um desempenho sólido, tanto em termos de criação de emprego como de baixo desemprego, bem como de dinamismo salarial. Assim, nos EUA e na Zona Euro, as taxas de desemprego mantêm-se nos mínimos do ciclo económico ou muito perto deles (3,6% e 6,6% em fevereiro, respetivamente) enquanto a participação laboral está a aumentar (74% e 79% entre os menores de 65 anos, respetivamente, em ambos os casos quase 0,5 p.p. a mais do que há um ano atrás). O crescimento salarial acelerou para 5% até ao final de 2022 na Zona Euro, segundo dados do Eurostat (especificamente, a componente salarial dos custos laborais por hora), enquanto nos EUA, diferentes indicadores colocam-no entre 4,6% (salário médio por hora) e 6,1% (indicador da Fed de Atlanta), um pouco abaixo dos picos atingidos em 2022.

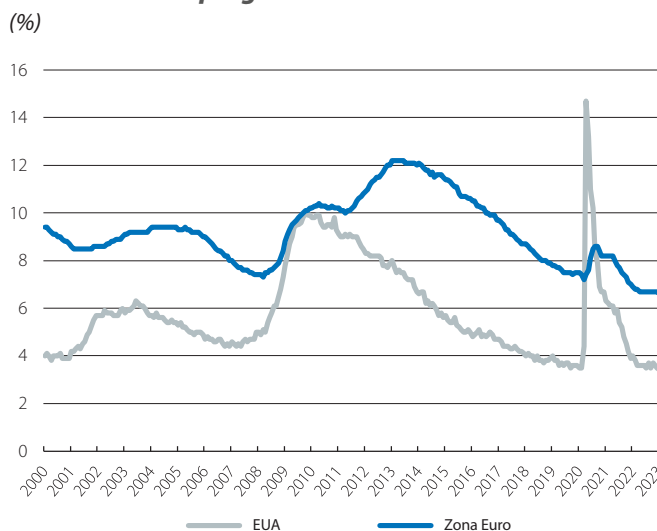
Alteração da composição da inflação. Em 2022, o dramático pico nos preços da energia para os consumidores europeus (com aumentos de mais de 40% homólogos em diferentes momentos do tempo) tornou-se a principal causa das elevadas taxas de inflação, tanto diretamente (a componente energética representou 50% de toda a inflação) como indiretamente (com a sua pressão sobre os custos de produção, o pico da energia foi, e continua a ser, transferido para todo o cabaz de bens e serviços). No entanto, devido tanto aos efeitos de base como à diminuição dos preços da energia que se tem vindo a consolidar nos últimos meses, a pressão ascendente sobre a energia está a esmorecer. Como resultado, a inflação geral na Zona Euro baixou acentuadamente em março

EUA: depósitos bancários por dimensão da entidade (Bilhões de dólares)



Notas: Dados ajustados de sazonalidade. Últimos dados: 22 de março de 2023.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal dos EUA.

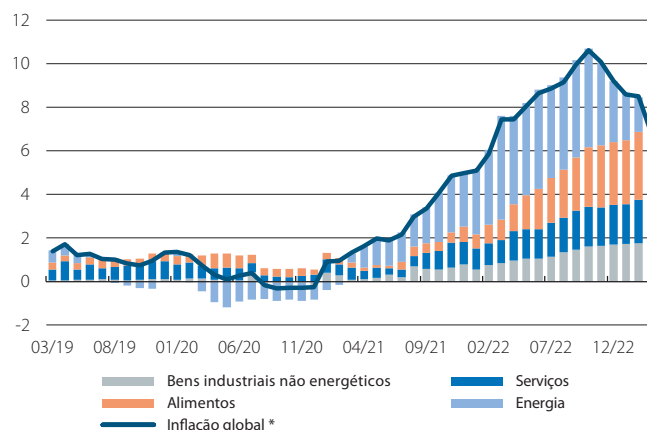
Taxa de desemprego (%)



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

Zona Euro: contribuições para a variação homóloga do IHPC *

(p.p.)



Nota: * Variação homóloga do IHPC (%).
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

para 6,9% (-1,6 p.p.), com a primeira contribuição negativa dos preços da energia desde 2021. Esta dinâmica, que deverá continuar no resto do ano, está a conduzir a uma recomposição da inflação europeia, agora com uma maior presença de alimentos, bens não energéticos e serviços. De facto, a inflação subjacente (que exclui energia e alimentos) acelerou para 5,7% (+0,1 p.p.). Esta menor diferença entre a inflação geral e subjacente assemelha-se ao caso dos EUA, onde, em fevereiro, a inflação geral caiu para 6,0% em termos homólogos e a subjacente situou-se em 5,5%.

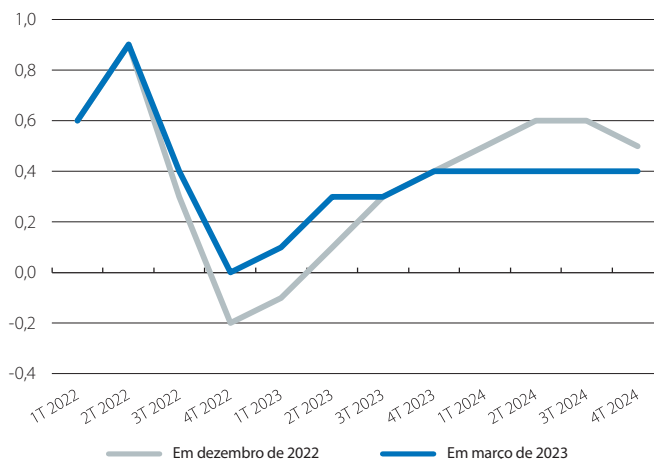
Resiliência da atividade: versão europeia. Depois de evitar a contração no quarto trimestre (PIB estagnado, graças a um impulso trimestral de +0,9% na despesa pública contra -0,9% no consumo privado), a Zona Euro ganhou tração no primeiro trimestre de 2023, com um PMI composto na zona de expansão e a acelerar (54,1 pontos em março). A melhoria foi generalizada entre países, mas com discrepâncias entre sectores (crescimento nos serviços, com 53,0 pontos para o trimestre como um todo, mas contração na indústria manufatureira, com uma média trimestral de 48,2). Outros indicadores mostram um desempenho mais heterogéneo. Por um lado, o índice de sentimento do ESI abrandou a sua recuperação, estagnando nos últimos meses (99,3 pontos em março, +5,5 pontos em comparação com o outono, mas -0,4 pontos em comparação com janeiro). Em contrapartida, os últimos números das vendas a retalho e da produção industrial registaram uma recuperação mensal em janeiro de 2023, mas a sua comparação homóloga reflete um desempenho relativamente baixo (+0,3% e +0,7%, respetivamente). Tudo isto pinta um quadro de uma atividade mais resistente, mas que não foge a um contexto de relativa fragilidade, bem sintetizada pela atualização de março das previsões do BCE: em vez de uma contração de 0,1% em cada trimestre, a entidade espera agora que o PIB cresça 0,1% no primeiro trimestre de 2023.

Resiliência económica: versão americana. Por sua vez, a atividade dos EUA parece manter-se mais forte e, após um avanço trimestral de 0,6% no 4T 2022, o modelo de previsão do FED de Atlanta tem vindo a sugerir um crescimento semelhante do PIB no 1T 2023. No entanto, as repercussões da queda do SVB parecem ser um novo vento de proa, que os indicadores disponíveis ainda não captam. De facto, em março, a confiança dos consumidores da Conference Board melhorou em 0,8 pontos para 104,2, enquanto o PMI composto se afastou da zona de contração para 53,3 pontos (50,1 em fevereiro).

A China consolida a sua recuperação. A economia da China parece estar a recuperar fortemente após o abandono da estratégia COVID zero e todos os sinais apontam para uma sólida recuperação do PIB nos primeiros meses de 2023, deixando para trás a estagnação económica de finais de 2022. Em particular, vários indicadores de mobilidade (tais como viagens de metro) ultrapassaram os seus valores pré-pandémicos, enquanto que os índices PMI têm estado em território amplamente expansionista ao longo do primeiro trimestre (média de 56,3 pontos no sector dos serviços e 51,5 na indústria manufatureira). Do mesmo modo, as vendas retalhistas aumentaram 3,5% homólogos em janeiro e fevereiro como um todo, com uma melhoria generalizada em bens e serviços. Neste contexto de reativação, realizou-se em março o 14º Congresso Nacional Popular, onde o governo anunciou um objetivo de crescimento de «cerca de 5%» para este ano, inferior aos 5,5% e 6,0% dos anos anteriores.

Zona Euro: projeções do PIB do BCE

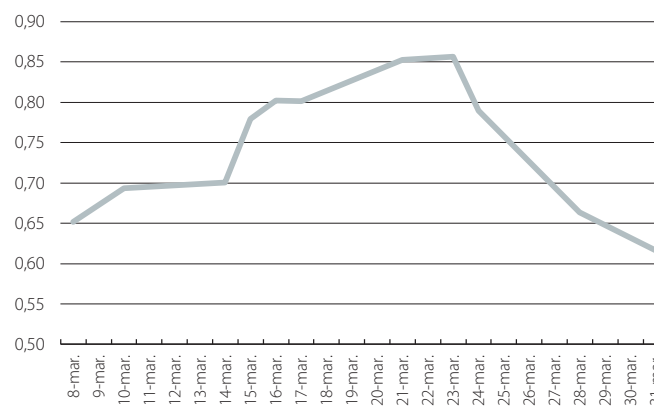
Variação trimestral (%)



Fonte: BPI Research, com base nas projeções macroeconómicas do BCE para dezembro de 2022 e março de 2023.

EUA: Previsão do PIB do 1T 2023 conforme o GDPNow *

Variação intertrimestral (%)

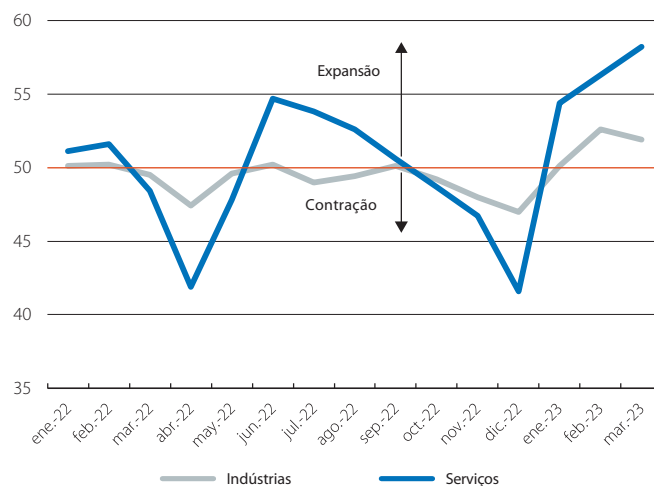


Notas: * GDPNow é o modelo de nowcasting do Fed de Atlanta. Os desenvolvimentos mostram como as previsões mudam à medida que os indicadores são divulgados.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Fed de Atlanta.

China: PMI

Nível



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

A resposta da UE ao *Inflation Reduction Act*: «sem sobremesa até ao fim do jantar»

O cumprimento das metas climáticas depende fortemente do investimento, público e privado, e dos seus efeitos no desenvolvimento de novas tecnologias. Por esta razão, uma grande parte do impulso económico surgido desde a COVID concentrou-se em encorajar esta transição ecológica. No caso dos EUA, o *Inflation Reduction Act* (IRA) foi aprovado em agosto de 2022, e inclui um conjunto de subsídios públicos com os quais a Administração Biden pretende estimular o consumo, a produção e o investimento ambientalmente sustentável. No entanto, isto trará consigo cláusulas de proteção que têm despoletado protestos por parte da UE.

O que é o IRA?

O IRA é um plano de 400 mil milhões de dólares, a ser desembolsado durante a próxima década, mas espera-se que o seu impacto nos cofres do Tesouro dos EUA seja positivo.¹ Por item, mais de 60% desta ajuda irá para o sector energético, 12% para a indústria e outros 12% para a melhoria do ambiente. A economia líder mundial querer encorajar a transição verde é uma boa notícia para o planeta, mas o viés protecionista dos principais subsídios do plano não o é. Em específico, para alguns apoios do IRA, a

subvenção ou crédito fiscal é aumentada se a produção do bem ou serviço cumprir os critérios de produção interna² ou se tiver lugar num país com o qual exista um acordo de comércio livre. Tais cláusulas são contrárias às disposições da Organização Mundial do Comércio (OMC) e a UE considera que equivalem a concorrência desleal dos EUA, que ameaça desencadear uma guerra de subsídios entre as principais economias do mundo. Estima-se que os subsídios potencialmente incompatíveis com as regras da OMC possam exceder 75 mil milhões de dólares, embora esta estimativa seja incerta, visto que alguns subsídios não estão limitados em volume ou valor.³

Como está a UE a incentivar a transição verde da indústria europeia?

Embora a UE tenha tentado durante anos promover a transição ecológica, em particular através do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), a resposta da UE ao IRA tem sido articulada através do chamado Plano Industrial do Pacto Ecológico da Comissão Europeia. Ao contrário do IRA, este plano não mobiliza novos fundos comunitários, visto que a UE já tinha vários programas nesta área. Especificamente, este plano prevê três medidas principais:

Fundos do Plano Industrial do Pacto Ecológico

Instrumento	Origem e natureza do orçamento	Quantidade (milhares de milhões)	A subtrair (milhares de milhões)	Razão
RePowerEU	Fundos da UE (do Regime de Comércio de Licenças de Emissão da UE)	20	2,6	Pedido Espanha (Adenda ao PRTR)
Reserva de Ajustamento ao Brexit	Orçamento da UE (MFP 21-27)	5,4	3,0	Fundos já desembolsados a partir de abril de 2023
Empréstimos do Mecanismo de Recuperação e Resiliência	Empréstimos da Comissão aos Estados-Membros (MFP 21-27)	225	84,0	Pedido Espanha (Adenda ao PRTR)
Fundo de Coesão Transferível para outros fins	Orçamento da UE (MFP 21-27)	17,9		
InvestEU	Garantias de orçamento da UE (MFP 21-27)	26,2	1,5	Garantias já comprometidas
Fundo de Inovação	Fundos da UE (do Regime de Comércio de Licenças de Emissão da UE)	40	17,8	Fundos para RePowerEU (12 MME) e outros já atribuídos
TOTAL		334,5		
TOTAL (excl. fundos já desembolsados)		312,2		
TOTAL (excl. fundos já desembolsados e pedidos Espanha)		225,6		

Nota: Para o MRR (mas não para outros instrumentos), a contagem do fundo do Plano Industrial inclui apenas os fundos ainda disponíveis no início de 2023. Isto exclui tanto as transferências (totalmente solicitadas pelos Estados-Membros) como os empréstimos já solicitados (apenas por sete países). Embora Espanha também tenha solicitado o montante total dos empréstimos que lhe são devidos na sua adenda ao PRTR, tendo em conta os prazos, o Plano Industrial ainda não inclui esse montante. Como, por enquanto, não há anúncios como o espanhol em outras adendas possíveis aos PRTR, apenas subtraímos, como limite inferior, os fundos solicitados por Espanha.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

1. O plano prevê cerca de 700 mil milhões de dólares em receitas mais elevadas e despesas mais baixas durante os próximos 10 anos, o que mais do que compensa as despesas para a transição energética.
2. Por exemplo, o apoio à compra de veículos elétricos é de 3750 dólares por veículo, mas se uma determinada percentagem dos minerais que compõem o veículo tiver sido extraída ou processada nos EUA, ou num país com o qual existe um acordo de comércio livre e o veículo for montado na América do Norte, este apoio aumenta para 7500 dólares. Para a produção de eletricidade renovável, os bónus aos subsídios de natureza semelhante são estabelecidos consoante a origem do ferro, do aço e dos produtos manufaturados utilizados.
3. Ver Kleimann, D. et al. (2023). «How Europe should answer the US Inflation Reduction Act». Policy Contribution 04/2023, Bruegel.

duas propostas regulamentares (uma para encorajar a redução das emissões da indústria e a outra sobre matérias-primas-chave para a produção) e a reforma, por enquanto temporária, do quadro de apoios do Estado, que vai ao ponto de permitir aos estados-membros equiparar os subsídios oferecidos fora da UE para evitar deslocalizações da indústria europeia.

Destacam-se vários aspetos deste pacote de medidas. Primeiramente, a sua ambição de reduzir a burocracia para que as ajudas públicas possam ser concedidas tão facilmente como nos EUA. Em segundo lugar, de modo a salvaguardar a concorrência no mercado comum, a maior flexibilidade para conceder subsídios e evitar deslocalizações é concedida às regiões mais pobres da UE. Contudo, isto não resolve inteiramente o problema de, num mercado único como o da UE, os Estados-Membros com maior capacidade orçamental – alguns dos quais também têm regiões menos dinâmicas – serem mais capazes de subsidiar as suas empresas, por vezes simplesmente porque são economias maiores. Finalmente, é também de salientar que os objetivos de produção local e reciclagem de matérias-primas estabelecidos na proposta não são um compromisso vinculativo, mas uma referência para monitorizar as dependências estratégicas europeias ao longo da cadeia de valor industrial. Devido à sua natureza não obrigatória, estas disposições não são contrárias ao direito da OMC, como é o caso das disposições do IRA acima mencionadas.

Qual o montante do financiamento que a UE reservou para este fim? Quanto é que está disponível?

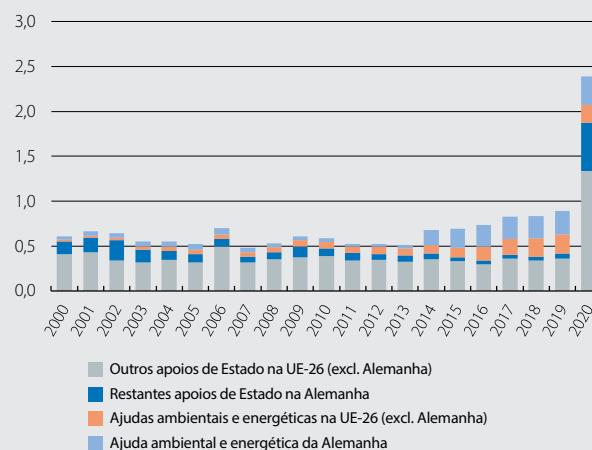
O Plano Industrial do Pacto Ecológico apenas reúne os fundos que a UE já mobilizou para facilitar esta transição, e em alguns casos readapta atribuições e tarefas, mas não oferece novo financiamento para além do que já está disponível. Os fundos totais que o plano recapitula são muito substanciais (cerca de 335 mil milhões de euros conforme o Plano Industrial do Pacto Ecológico, 2,1% do PIB da UE em 2022) e terão, para além das transferências de MRR já aprovadas, um impacto que, na sua maioria, ainda está por refletir. Estes 335 mil milhões representam um esforço comparativamente maior da UE do que o feito pelos EUA, com o IRA (2,1% do PIB da UE vs. 1,6% do PIB dos EUA).

No entanto, se descontarmos os fundos que já foram, ou serão em breve, afetados, 225 mil milhões de euros dos 335 mil milhões de euros acima mencionados continuam disponíveis para a indústria europeia, o equivalente a 1,4% do PIB da UE em 2022, e um esforço comparativamente menor da UE do que o dos EUA com o IRA.

O que estão os governos nacionais a fazer na UE?

Em resumo: a resposta da UE ao IRA não envolve um finan-

Apoios de Estado na UE, por país e por destino (% do PIB da UE)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Painel de Avaliação dos Apoios de Estado 2021 da Direção-Geral da Concorrência da Comissão Europeia.

ciamento adicional, mas sim a racionalização e simplificação do financiamento existente; e dar maior flexibilidade aos Estados-Membros para concederem ajudas e subsídios. É precisamente isto que pode estabelecer o equilíbrio entre blocos, embora, por outro lado, não esteja isento de problemas para a economia europeia, como o demonstram os subsídios à produção de energia renovável nos últimos anos. Estes atingiram 511 mil milhões de euros entre 2015 e 2021,⁴ dos quais mais de 80 mil milhões de euros só em 2020 (0,57% do PIB da UE). No entanto, as diferenças entre países são muito importantes, em particular entre a Alemanha e os restantes (só a Alemanha contribuiu com 33,5 mil milhões de euros em 2020, 0,94% do seu PIB e 0,32% do PIB da UE).⁵ Esta desigualdade reflete-se também nos apoios de Estado: a Alemanha tem prestado mais ajuda para a proteção ambiental do que todos os outros estados-membros da UE em conjunto há mais de cinco anos.

Finalmente, é também de notar que a UE e os EUA, já estão a trabalhar para permitir que os bens produzidos na UE tenham acesso aos subsídios dos Estados Unidos em condições de igualdade com os bens produzidos em países com os quais os EUA tem um acordo de comércio livre. Isto permite um otimismo cauteloso sobre a forma da competição transatlântica para o financiamento público, para encorajar a indústria verde. Em última análise, tanto o IRA como o Plano Industrial do Pacto Ecológico da UE facilitarão a transição ecológica e a luta contra as alterações climáticas globais, embora a globalização e a relação com a China venham a sofrer.

4. Em euros constantes de 2021, ver: European Commission, Directorate-General for Energy. Badouard, T. et al. (2022). «Study on energy subsidies and other government interventions in the European Union: final report: 2022 edition». Publications Office of the European Union.

5. A quota da Espanha (menos de 0,2% do PIB) é também inferior à da França e Itália.

Sector externo da Zona Euro no vermelho

A economia da Zona Euro evitou por pouco um declínio do PIB no quarto trimestre de 2022, e os primeiros indícios para 2023 sugerem que o primeiro trimestre de 2023 será melhor que o estimado. Grande parte deste desenvolvimento deve-se às reservas de gás que eram de quase 100% antes do inverno, que também foi mais ameno do que o habitual. Com o período energético mais sensível do hemisfério norte ultrapassado, os níveis de *stocks* permanecem acima da média para esta época do ano.

No entanto, este esforço para «encher os depósitos» significou uma fatura elevada para pagar pelo gás, cujo preço atingiu o pico no verão (quase 340 euros/MWh), um período em que a Europa concentra as suas aquisições deste recurso para o inverno. Este alto custo energético prejudicou os termos de troca¹ e afetou negativamente a evolução das balanças comerciais, especialmente no verão. Como resultado, em 2022, a balança comercial de bens da Zona Euro registou um défice de cerca de 60 mil milhões de euros (-0,5% do PIB em relação aos +2,3% em 2021), um resultado inteiramente devido ao aumento do défice da balança energética, que duplicou em 2022 (excedendo 500 mil milhões de euros, quase 4,5% do PIB). Esta deterioração da balança corrente provocou um défice de 0,8% do PIB em 2022, após quase uma década de saldo positivo contínuo (2,3% do PIB, em média desde 2012). Numa perspetiva de poupança-investimento,² este ajustamento deveu-se principalmente a uma reativação do investimento (26% vs. 24% do PIB), num contexto de ligeira diminuição da poupança bruta, embora ainda em níveis altos (25% vs. 26,4% do PIB).

Este comportamento dos fluxos da balança corrente é reproduzido nas quatro grandes economias europeias, embora com nuances. De facto, a Alemanha e a Itália, os países mais dependentes do gás russo e, portanto, expostos aos preços mais elevados do gás e da energia, mostraram a degradação mais acentuada. No outro extremo, destaca-se a resiliência de Espanha, beneficiando da notável reativação do turismo internacional, um inverno mais quente do que o habitual e a possibilidade de reexportação de energia, graças à sua elevada capacidade de refinação.

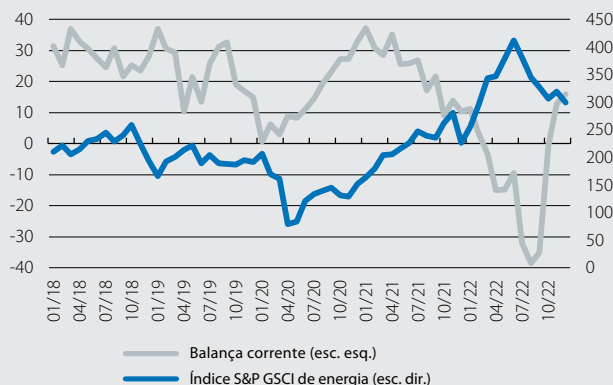
Assim, na Alemanha, o seu excedente da balança corrente

1. Rácio entre os preços de exportação e os preços de importação. Um aumento neste rácio sinaliza uma melhoria nas relações comerciais, visto que as exportações são comercializadas com um custo superior ao das importações, permitindo uma otimização nas balanças comerciais. Pelo contrário, uma queda indica que se paga mais pelas importações do que se ganha com as exportações, o que tende a piorar a posição comercial.
2. Numa economia aberta, o PIB = consumo privado + investimento privado + despesa pública + balança comercial. Dado que a poupança = PIB - (consumo privado + despesa pública); então, a balança comercial = poupança - investimento privado.

Zona Euro: balança corrente e preço da energia

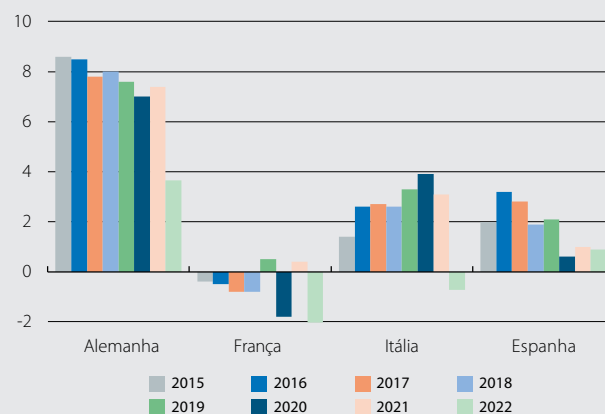
(Milhões de euros)

(Nível)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Refinitiv.

Balança corrente (% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Refinitiv.

foi reduzido em quase 50% em 2022, de longe a correção mais intensa desde a reunificação alemã. De facto, desceu de 7,5% do PIB em média durante a década anterior, para 4,0% (o mais baixo desde 2005), a primeira vez desde 2010 que está abaixo dos 6,0%, estabelecidos pela Comissão Europeia como limiar máximo a ser considerado como um macro desequilíbrio sob vigilância. Em Itália, a balança corrente registou o seu primeiro défice numa década: -0,7% do PIB em 2022, após os +3,0% de 2021. A França apresenta um défice da balança corrente numa base regular desde 2007, mas a penalização em 2022 elevou o défice da balança corrente para 2,0% do PIB (+0,4% em 2021), o balanço negativo mais acentuado desde 1982. Quanto a Espanha, destacou-se positivamente, visto que manteve um excedente da balança corrente bastante estável (0,9% do PIB em 2022, após 1,0% em 2021), graças às receitas do turismo que mais do que duplicaram em relação ao ano anterior.

Da mesma forma, Portugal beneficiou também da melhoria do saldo da balança dos serviços, com destaque para o Turismo (cujo saldo passou de +3% em 2021 para +6,5% 2022 do PIB). Desta forma, o défice da balança corrente aumentou apenas 0.6 p.p. do PIB para -1,3% quando a balança energética se degradou 2.2 p.p. para -4,8% do PIB, um máximo histórico.

Consequentemente, a degradação do balanço das contas externas afetou a capacidade ou necessidade de financiamento das economias europeias em 2022.³ Neste sentido, podemos analisar como os diferentes sectores do país (famílias, empresas não financeiras e governos) contribuíram para este ajustamento.⁴ Em geral, verifica-se que a correção está concentrada no sector privado, tanto nas empresas não financeiras como nas famílias, após alguns anos em que a sua situação financeira melhorou substancialmente graças às condições excecionais criadas na sequência da pandemia. Esta menor capacidade de financiamento do sector privado foi parcialmente compensada por um sector público que corrigiu significativamente as suas necessidades de financiamento, que tinham disparado durante 2020-2021 como resultado das medidas implementadas para limitar o impacto da pandemia na atividade. Contudo, este ajustamento foi retardado por uma nova série de medidas implementadas para compensar o impacto do forte aumento do custo de vida desencadeado pela guerra na Ucrânia.

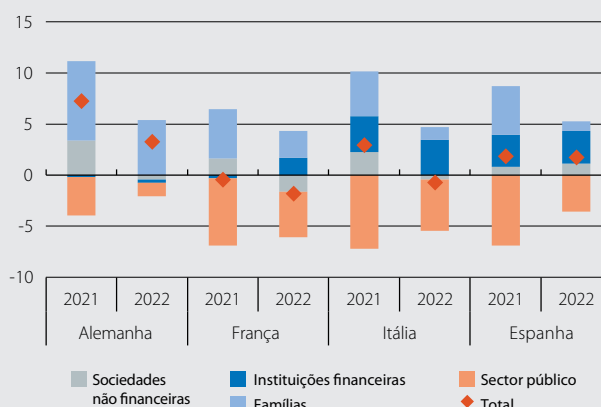
No caso da Alemanha, as empresas não financeiras registaram uma redução significativa da capacidade de financiamento de 3,4% do PIB alcançada em 2021, e regressaram a uma situação semelhante à de 2008 (tinham necessidades de financiamento moderadas). Entretanto, as famílias registaram uma capacidade líquida de financiamento nitidamente inferior a 7,8% do PIB em 2021, mas ainda assim acima da sua média pré-COVID. Por seu lado, o governo corrigiu as suas necessidades líquidas de financiamento de 3,7% do PIB para 1,5%-2,0% do PIB, entre os rácios mais baixos da Zona Euro.

Em Itália, as famílias reduziram a sua capacidade líquida de financiamento de quase 4,5% do PIB em 2021 para se aproximarem da sua média pré-pandémica em 2022 (1,5% do PIB), enquanto as empresas viram a sua capacidade de financiamento gravemente corroída. Em relação ao governo, a sua posição devedora teria sido substancialmente reduzida, mas as suas necessidades líquidas de financiamento ainda excedem a sua média pré-pandémica.

3. Ou seja, a soma do saldo da balança corrente e do saldo da balança de capital.

4. O Eurostat publica dados anuais sobre a situação financeira por sector apenas até 2021. A estimativa para 2022 utiliza o valor cumulativo para cada sector das contas financeiras do BCE entre o quarto trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022, os últimos dados disponíveis. Os resultados e conclusões são, portanto, provisórios e destinam-se apenas a dar uma indicação das tendências ao longo do ano passado.

Capacidade (+)/necessidade (-) de financiamento* (% do PIB)



Nota: * Dados acumulados do 4T de 2021 ao 3T de 2022, como uma estimativa para todo o ano de 2022.

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

Em França, o ajustamento mais acentuado foi no sector empresarial (tanto em termos de comparação internacional, como em relação ao resto dos sectores do país), tendo as famílias visto a sua capacidade líquida de financiamento reduzir em 2022 para valores inferiores à média da década pré-pandémica. Numa nota positiva, o sector público reduziu as suas necessidades líquidas de financiamento para 4,7% do PIB (6,5% em 2021), abaixo dos 5,0% orçamentados pelo governo.

Em Espanha, destaca-se a estabilidade evidenciada pelo sector empresarial durante 2022, enquanto as famílias apresentam uma perda considerável na sua capacidade líquida de financiamento, a mais pronunciada entre as quatro grandes economias. No lado positivo, há a redução em 2,1 p.p. do PIB da necessidade de financiamento do sector público para 4,8% do PIB.

Finalmente, em Portugal, registaram-se necessidades de financiamento de 0,6% do PIB em 2022, contrariando o excedente médio observado desde a crise de dívida soberana (cerca de 1,3% do PIB). Esta evolução traduziu maior necessidade de financiamento em todos os sectores (menor capacidade de financiamento no caso do sector financeiro), com exceção do sector público: em média entre 2013 e 2021 o défice deste sector rondava 3,6% do PIB, tendo registado um défice de 0,4% em 2022.

Mercados imobiliários em economias avançadas face ao aperto da política monetária (parte I)

O mercado da habitação é um dos principais canais de transmissão da política monetária. Condições financeiras mais apertadas estão a alimentar as taxas hipotecárias e o arrefecimento da procura por imobiliário. Além disso, a inflação crescente corrói o poder de compra das famílias e também enfraquece a procura de habitação. Considerando o acentuado aperto da política monetária nos últimos trimestres, documentamos abaixo a reviravolta que já começa a ocorrer em alguns mercados imobiliários globais e analisamos a extensão do ajustamento que este mercado pode ainda ter pela frente.

Diagnóstico: quais os mercados imobiliários que acumularam os maiores desequilíbrios?

Em muitas economias desenvolvidas, os preços das casas aumentaram significativamente durante anos, e a tendência acelerou durante a pandemia (devido à mudança de preferências, política fiscal e monetária expansionista, oferta limitada, etc.). Os preços globais das casas cresceram 2,8% em 2019 e 4,5% em 2020, e aceleraram para 11,8% em 2021 em termos nominais (1,4%, 3,5% e 8,6%, respetivamente, em termos reais).¹ Esta tendência ascendente abrandou em 2022, especialmente em termos reais (aumento de 4,1% em relação ao 3º trimestre de 2022) (ver primeiro gráfico). A recuperação dos preços das casas ultrapassou em muito a evolução do rendimento das famílias e levou a uma sobrevalorização significativa em alguns mercados. Assim, segundo o Indicador de Exuberância da Fed de Dallas, 12 dos 25 países analisados mostraram sinais de sobrevalorização no 3T 2021.²

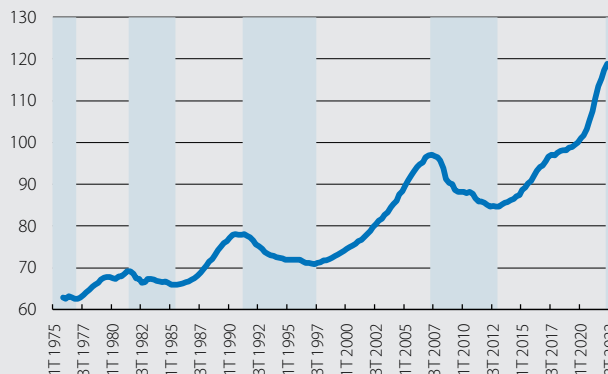
Os países mais preocupantes são aqueles onde a recuperação dos preços foi acompanhada por um aumento da dívida das famílias (que já se encontrava em níveis elevados em alguns casos). Neste grupo, destacam-se a Nova Zelândia, Canadá, Austrália e os EUA. Na Europa, os casos em questão são os Países Baixos, Luxemburgo, Suécia, Dinamarca e Noruega. Além disso, as hipotecas de taxa variável predominam nestes países, o que significa que as casas recentemente hipotecadas são mais vulneráveis ao aumento das taxas de juro. Num segundo grupo encontram-se Portugal, Alemanha e Reino Unido, que também registaram um forte crescimento dos preços das casas durante a pandemia e um aumento do endividamento das famílias.

Situação atual: mudança da tendência nos mercados imobiliários

Os mercados imobiliários em várias economias avançadas começaram a corrigir em meados de 2022, perante taxas

Preços da habitação a nível mundial

Índice (100 = 4T 2019)

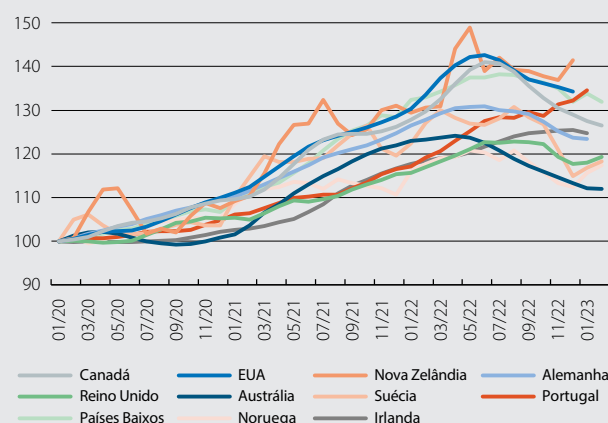


Nota: Preço em termos reais, combinado de 25 países com pesos dinâmicos.

Fonte: BPI Research, com base na base de dados do International Housing Observatory, descrita em Mack e Martínez-García (2011).

Preço nominal da habitação

Índice (100 = janeiro 2020)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Refinitiv.

de juro mais elevadas e a uma diminuição do rendimento disponível real das famílias. Os mercados com as maiores descidas de preços da habitação desde o seu pico (com dados até dezembro de 2022 ou fevereiro de 2023, consoante o país) são: Austrália (-9,7%), Suécia (-9,6%), Canadá (-10,4%), EUA (-5,9%), Alemanha (-5,7%), Nova Zelândia (-5,0%) e Noruega (-2,8%). Apesar destas quedas, os preços da habitação nestes países ainda estão acima do nível pré-pandémico. Além disso, as vendas estão a cair a taxas de dois dígitos em termos anuais em vários destes países: Austrália (-47%), Noruega (-38%), Suécia (-35%), EUA (-33%) e Nova Zelândia (-31%).³

1. Indicador global do preço da habitação criado a partir de 25 países avançados. Veja-se: <https://int.housing-observatory.com/>.

2. A correção de preços verificada desde o verão passado em muitas economias já arrefeceu alguns destes mercados, de modo que no 3T 2022 apenas cinco países mostraram sinais de sobrevalorização.

3. Variação média anual durante os últimos três meses para os quais existem dados disponíveis. A data dos últimos dados corresponde a dezembro, janeiro ou fevereiro de 2023, consoante o país.

Indicadores do mercado imobiliário residencial em várias economias desenvolvidas (%)

	Preço da habitação			Dívida das famílias		Taxa variável	Habitação a preços excessivos?
	Variação entre dez.- 2019 e máx.	Variação desde máx.	Variação anual últimos dados	% RDB últimos dados	Variação vs. 4T 2019 (p. p.)	% novo crédito hipotecário (2019-2022)	Indicador de exuberância Fed Dallas
Nova Zelândia	49,1	-5,0	8,0	122	4,2	—	SIM
EUA	42,6	-5,9	4,4	101	2,6	5	SIM
Canadá	41,2	-10,4	-2,5	179	1,7	—	SIM
Países Baixos	40,4	-4,5	-0,8	198	-13,4	15	SIM
Luxemburgo	37,5	—	11,1	193	8,0	38	SIM
Suécia	36,2	-9,6	-7,0	193	9,2	64	SIM
Portugal	32,7	—	13,1	113	2,9	69	—
Alemanha	32,3	-5,7	-2,4	91	3,4	11	SIM
Irlanda	25,7	-0,6	6,1	96	-30,0	21	NÃO
Austrália	25,2	-9,7	-9,1	196	-1,1	—	SIM
Noruega	24,8	-2,8	-0,3	241	-2,8	—	MEIO
Reino Unido	23,0	-2,9	2,1	139	2,6	4	NÃO
França	18,9	—	6,5	118	5,5	3	SIM
Dinamarca	18,2	-3,8	-2,4	204	-32,0	26	SIM
Japão	15,2	—	7,5	115	-1,3	—	MEIO
Itália	9,7	-1,0	3,0	81	-0,1	26	NÃO
Espanha	6,1	—	7,6	94	-3,0	30	NÃO

Notas: Os dados da dívida da Nova Zelândia, Luxemburgo, Noruega e Japão referem-se a 2021 e em % do rendimento líquido. Uma casa é considerada sobrevalorizada, se o indicador de exuberância do preço real da casa exceder o valor crítico em pelo menos um trimestre no período 2021-2022 (modelos com 1 e 4 lags). «MEIO» indica que ultrapassa apenas de acordo com um dos dois modelos considerados.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat, BCE, Refinitiv, Reserva Federal de Dallas e OCDE.

Os indícios de arrefecimento são mais modestos no Reino Unido e nos Países Baixos, com quedas de preços inferiores a 5%, mas o declínio da atividade começa a tornar-se evidente (queda anual das vendas de 18,2% no Reino Unido e 15,5% nos Países Baixos em fevereiro de 2023).

Perspetivas futuras

A tendência decrescente dos preços da habitação deverá continuar nos próximos trimestres, à medida que o aperto da política monetária se repercutir na economia real.⁴ A velocidade e intensidade do ajustamento nos vários mercados imobiliários dependerá em grande medida dos desequilíbrios que se acumularam na fase de ascensão do ciclo habitacional. Como resultado, as correções devem ser maiores nos mercados onde: (i) os preços das casas cresceram mais fortemente, acima do rendimento das famílias (mercados sobrevalorizados), (ii) o endividamento das famílias é elevado e tem tido uma tendência ascendente nos últimos anos, e (iii) o custo do financiamento da compra de casas aumentou ainda mais com as ações dos bancos centrais nos últimos trimestres.

A fim de avaliar o potencial ajustamento nos preços da habitação que poderia ocorrer nestes mercados, no Focus «Os mercados imobiliários das economias avançadas face ao aperto da política monetária (parte II)», deste mesmo relatório, analisamos em pormenor a pressão

exercida pelo aperto da acessibilidade e o aumento das taxas de juro. Os nossos exercícios apontam para correções potenciais (para a média dos países analisados) de cerca de 15%. Para além desta figura, há duas nuances importantes. Primeiro, a correção estimada não é brusca, mas estima-se que terá lugar ao longo de um período de dois anos. Em segundo lugar, existem diferenças não negligenciáveis entre países, com um maior potencial de ajustamento nas economias anglo-saxónicas (em particular, nos EUA, Austrália e o Canadá) e certa heterogeneidade na Europa. Neste aspeto, vale a pena notar que o mercado imobiliário espanhol está numa boa posição, tanto em termos relativos como absolutos.

Quanto ao mercado português, acumula alguns sinais de desequilíbrio, nomeadamente preços muito desfasados face ao rendimento disponível, ou seja, rácios de acessibilidade cada vez mais gravosos. Todavia, parece-nos que há sinais de alguma resiliência: entre outros fatores, endividamento das famílias aumentou pouco desde a pandemia, o grau de alavancagem do mercado é menor agora do que em fases anteriores do ciclo residencial. Mas, apesar destas salvaguardas, é evidente a possível trajetória de ajustamento dos preços, embora moderada, em linha com o nosso cenário e num contexto de redução de transações que já se começa a verificar.

4. Geralmente, os preços das casas tendem a mostrar alguma dificuldade para se ajustarem para baixo em fases cíclicas descendentes. As fortes quedas no número de vendas sugerem que o ajustamento nos preços das casas continuará nos próximos trimestres.

Deve também ter-se em conta que os exercícios realizados dão-nos uma medida da queda potencial dos preços das casas nos países onde os desequilíbrios são mais pronunciados, mas são exercícios ilustrativos, que não controlam todos os fatores relevantes e, portanto, fornecem uma medida de risco em vez de uma previsão. Na realidade, existem vários fatores que apoiam o mercado imobiliário. Sobretudo, destaca-se o bom desempenho do mercado de trabalho, que é generalizado entre as economias analisadas, fornecendo apoio ao rendimento das famílias, ajudando assim a atenuar os problemas de acessibilidade económica e a limitar as vendas forçadas. As famílias também têm balanços mais saudáveis e os bancos têm amplos amortecedores de capital para absorver potenciais perdas sem desencadear mecanismos de resposta de preços em baixa. Contudo, a correção dos mercados imobiliários onde os desequilíbrios se acumularam mais é ainda um risco quando a política monetária muda repentinamente de rumo.

Mercados imobiliários em economias avançadas face ao aperto da política monetária (parte II)

Exercícios de sensibilidade para os mercados imobiliários internacionais

No Focus «Mercados imobiliários nas economias avançadas face ao aperto da política monetária (parte I)» documentamos sinais de sobrevalorização em vários mercados imobiliários internacionais. Embora alguns destes já tenham começado a ser corrigidos, o aperto dos rácios de acessibilidade da habitação e o aperto da política monetária realçam o ambiente económico exigente. Para medir a força que ambas as dinâmicas podem exercer nestes mercados, realizamos dois exercícios complementares que nos informam sobre o potencial ajustamento do preço da habitação que poderia ocorrer.

Primeiramente, calculámos a queda dos preços da habitação necessária para trazer o rácio de acessibilidade da habitação (preços divididos pelo rendimento disponível das famílias) de volta ao nível pré-pandémico nos próximos dois anos. Em segundo lugar, estimamos um modelo econométrico que nos indica a sensibilidade dos preços das casas perante um choque de taxas de juro para cada um dos países.

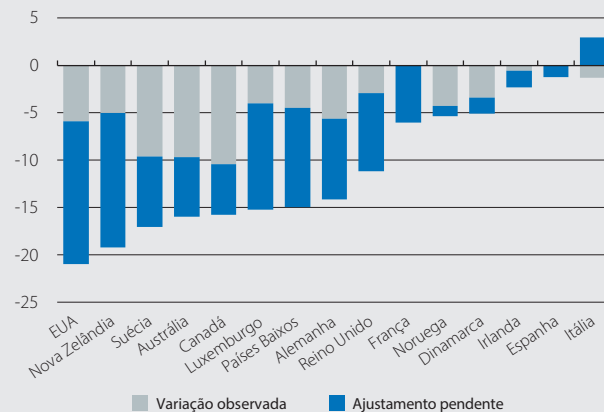
Conforme a primeira metodologia,¹ e para o conjunto dos 25 países analisados, o ajustamento médio dos preços nominais das casas nos próximos dois anos a partir do seu valor máximo seria de cerca de 13%.² No entanto, as diferenças entre países são notórias. Os EUA e a Nova Zelândia são os mercados onde estimamos que o ajustamento do preço da habitação teria de ser o maior (perto de 20% de *peak-to-bottom*) para recuperar o rácio de acessibilidade dos preços de finais de 2019. Em ambos os países, os preços começaram a baixar em meados do ano passado, mas cerca de dois terços do ajustamento total estimado está ainda pendente. Por outro lado, em Itália, estimamos que os preços das casas têm espaço para crescer nos próximos dois anos, visto que só o aumento esperado do rendimento das famílias traria o rácio de acessibilidade para convergir para o nível 4T 2019 até ao final de 2024. Para Espanha, não está previsto que seja necessário qualquer ajustamento material nos preços da

1. Este cálculo assume que o rendimento das famílias em 2023-2024 (o denominador do rácio de acessibilidade) cresce à mesma taxa que o PIB real e de acordo com as previsões do FMI (WEO outubro 2022). Também fizemos cálculos alternativos utilizando o PIB per capita e as previsões do PIB nominal. Os resultados são qualitativamente semelhantes. Por outras palavras, o ajustamento para recuperar o rácio de acessibilidade de preços 4T 2019 é parcialmente alcançado graças à melhoria do denominador (rendimento).

2. Consideramos um período de oito trimestres para que este ajustamento tenha lugar, visto que este é o tempo normalmente necessário para que o impacto do aperto da política monetária atinja o seu máximo impacto depois de os bancos centrais terem aumentado as taxas diretas.

Potencial ajustamento do preço da habitação

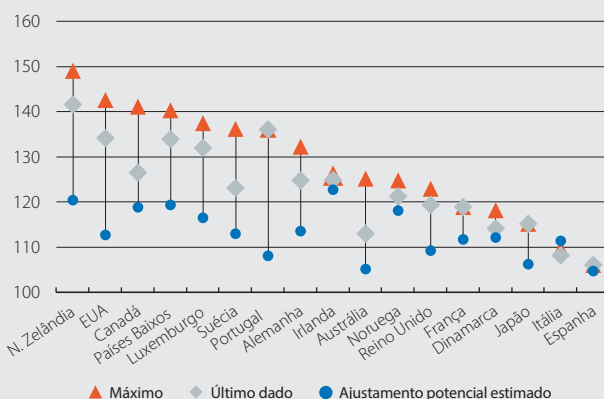
(Percentagem de queda em relação ao nível máximo atingido)



Fonte: BPI Research, com base na base de dados do International Housing Observatory, descrita em Mack e Martínez-García (2011), e dados da Refinitiv.

Evolução dos preços das casas desde 2019 e potencial ajustamento estimado

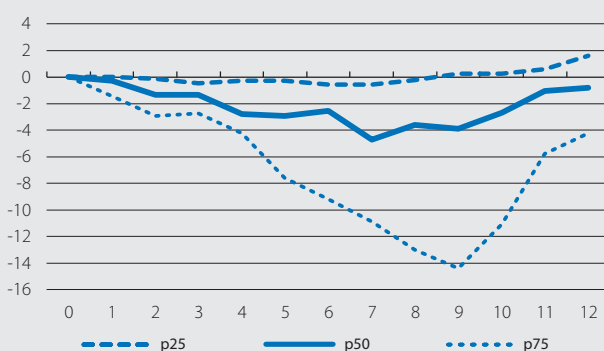
(100 = dezembro 2019)



Fonte: BPI Research, com base na base de dados do International Housing Observatory, descrita em Mack e Martínez-García (2011), e dados da Refinitiv.

Impacto das subidas de taxas observadas em 2022 nos preços de imóveis

Desvio (%)



Notas: 1) Desvio em relação ao nível de preços que prevaleceria na ausência de alterações de taxas. 2) p25, p50 e p75 referem-se aos percentis 25º, 50º e 75º da resposta mediana dos preços numa amostra constituída pelos EUA, agregado da Zona Euro, Alemanha, França, Itália, Espanha, Países Baixos, Irlanda, Finlândia, Noruega, Dinamarca, Reino Unido, Canadá e Austrália.

Fonte: BPI Research.

habitação. A Suécia, Austrália e Canadá, que estavam entre os mercados que mais sobreaqueceram, destacam-se por já terem feito mais de metade do ajustamento. Pelo contrário, o Luxemburgo e os Países Baixos, com um potencial de ajustamento semelhante (cerca de 15%), só teriam completado um quarto do caminho.

Embora os ajustamentos potenciais estimados sejam elevados, é também importante notar que, mesmo assim, os preços das casas continuariam acima do nível de dezembro de 2019 em todos os países até ao final de 2024. Por outras palavras, trata-se de uma correção parcial dos preços da habitação, após a forte recuperação registada durante a pandemia (ver segundo gráfico).

A segunda metodologia³ sugere que o aperto da política monetária observado nos últimos trimestres tem, em média, um potencial de ajustamento de preços de cerca de 5%.⁴ A análise sugere que são necessários cerca de oito trimestres para que os aumentos de taxas sejam totalmente repercutidos nos preços da habitação, apontando para um arrefecimento gradual dos mercados imobiliários que poderia durar até 2023 e 2024. Além disso, este exercício permite-nos separar o impacto final do aperto monetário entre duas forças: por um lado, a sensibilidade de cada economia a um determinado aumento da taxa; e, por outro lado, o aumento das taxas efetivamente observado nos últimos trimestres. Assim, de forma semelhante ao primeiro exercício, em algumas economias estimamos um impacto potencial de cerca de 15%, enquanto noutras o impacto é reduzido.

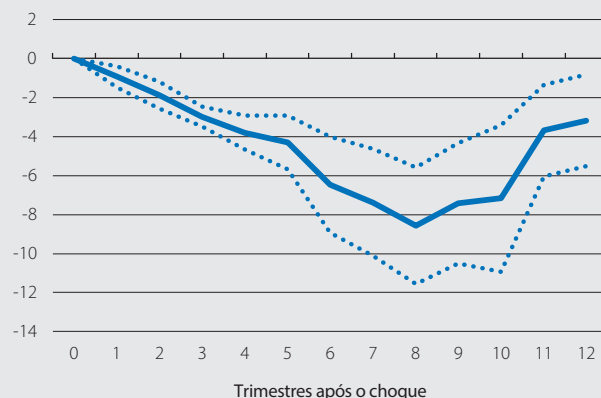
Por exemplo, nos EUA a sensibilidade estimada dos preços imobiliários às taxas de juro não está entre as mais elevadas da amostra, mas o aperto monetário tem sido, e traduz-se num potencial de correção relativamente elevado (quase 20%). O quadro para a Zona Euro como um todo é semelhante, embora um pouco mais moderado devido à sua menor tensão da taxa de juro (potencial um pouco inferior a 15%). No entanto, o impacto estimado entre as grandes economias europeias é claramente inferior (entre -2% e -10%). Na amostra como um todo, os mercados mais afectados por este exercício são os mercados anglo-saxónicos, com o Canadá, Austrália e o caso supracitado dos EUA, bem como os Países Baixos, na Europa.

3. Replicamos e estendemos ao resto dos países o modelo da Zona Euro de Battistini *et al.* (2022), «The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market», BCE, Boletim Económico 6/2022. Especificamente, estimamos uma autoregressão vetorial entre os preços da habitação, o investimento residencial e a taxa de juro hipotecária, adicionando variáveis de controlo (PIB real, IPC, taxa de juro interbancária de curto prazo e crédito imobiliário), para o período 2003-2022. As funções impulso-resposta são estimadas com o método de projecção local.

4. Analisámos um grupo de países anglo-saxónicos (EUA, Reino Unido, Canadá e Austrália), um grupo de países europeus (agregado da Zona Euro, Alemanha, França, Itália, Espanha, Países Baixos e Irlanda) e um para escandinavos (Noruega, Dinamarca e Finlândia).

Zona Euro: impacto de um aumento de 1 p. p. nas taxas de juro sobre os preços de imóveis

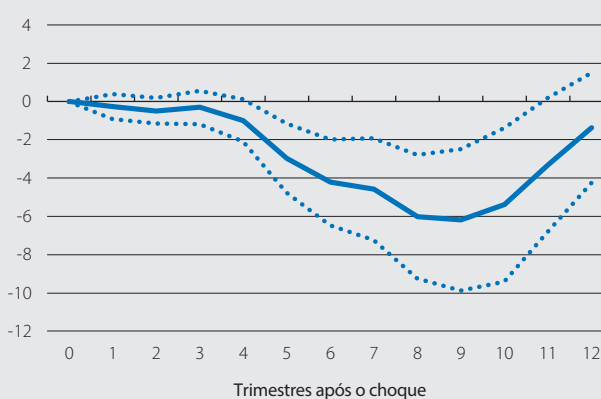
Desvio (%)



Nota: Desvio em relação ao nível de preços que prevaleceria na ausência de alterações de taxas.
Fonte: BPI Research.

EUA: impacto de um aumento de 1 p. p. nas taxas de juro sobre os preços de imóveis

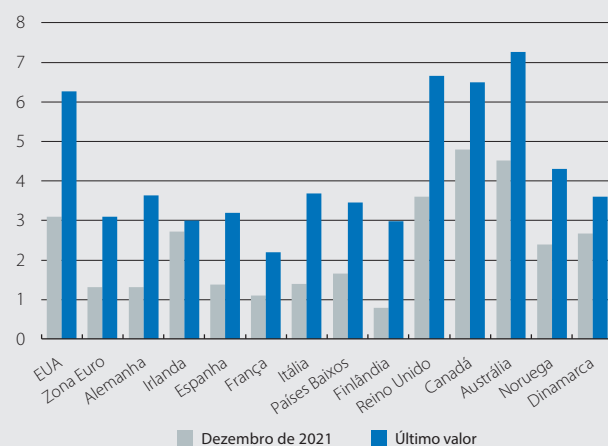
Desvio (%)



Nota: Desvio em relação ao nível de preços que prevaleceria na ausência de alterações de taxas.
Fonte: BPI Research.

Taxas de juros hipotecárias

(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Fed, BCE, BoE, Bank of Canada, RBA, Norges Bank e Danmarks Nationalbank.

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	01/23	02/23	03/23
Atividade									
PIB real	5,9	2,1	3,7	1,8	1,9	0,9	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	17,5	8,6	11,2	7,8	8,5	7,2	9,0	7,9	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	108,1	103,4	102,2	104,2	106,0	103,4	104,2
Produção industrial	4,4	3,4	4,4	3,8	3,5	1,9	1,0	0,3	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	57,7	55,0	52,2	49,1	47,4	47,7	...
Habitacões iniciadas (milhares)	1.605	1.554	1.720	1.647	1.450	1.398	1.321	1.450	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	306	299	313	310	303	300	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,4	3,6	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	59,9	60,0	60,0	60,2	60,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,9	–4,0	–3,9	–3,7	–4,8	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,0	8,6	8,3	7,1	6,4	6,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,3	6,0	6,3	6,0	5,6	5,5	...

JAPÃO

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Atividade									
PIB real	2,1	1,0	0,5	1,7	1,5	0,4	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	34,8	33,1	31,2	29,6	31,0	31,1	...
Produção industrial	5,6	0,1	–0,6	–3,6	4,0	0,6	–3,8	–1,5	...
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	2,4	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–1,0	–1,9	–3,0	–3,8	–5,1	–7,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	0,9	2,4	2,9	3,9	4,4	3,3	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	–0,9	0,8	1,5	2,8	3,2	3,4	...

CHINA

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Atividade									
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	–	3,5	...
Produção industrial	9,3	3,4	6,3	0,6	4,8	2,8	–	2,4	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,9	49,1	49,5	48,1	50,1	52,6	51,9
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	889	728	824	908	889	–	912,4	...
Exportações	30,0	7,1	15,7	12,9	10,0	–6,8	–	–6,8	...
Importações	30,0	1,1	10,6	1,2	0,6	–6,5	–	–10,2	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,1	2,2	2,7	1,8	2,1	1,0	...
Taxa de juro de referência ³	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	6,8	6,9	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	01/23	02/23	03/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	...	5,9	1,1	-0,6	-2,6	-2,4	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,9	...	1,6	2,1	3,4	2,0	0,9	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	...	-13,7	-22,6	-26,9	-26,9	-20,7	-19,1	-19,2
Sentimento económico	110,7	...	111,2	103,9	96,5	96,5	99,7	99,6	99,3
PMI indústrias	60,2	...	57,8	54,1	49,3	49,3	48,8	48,5	47,3
PMI serviços	53,6	...	54,1	55,6	49,9	49,9	50,8	52,7	55,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,4	...	3,0	2,6	1,7	1,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,3	7,5	7,2	7,2	7,1	7,0	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	8,4	8,1	8,0	7,9	8,0	8,0	...
PIB real (variação homóloga)	5,6	3,5	5,5	4,4	2,4	1,8	-	-	-
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

Percentagem 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	01/23	02/23	03/23
Inflação geral	2,6	8,4	6,1	8,0	9,3	10,0	8,6	8,5	6,9
Inflação subjacente	1,5	3,9	2,7	3,7	4,4	5,1	5,3	5,6	5,7

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	01/23	02/23	03/23
Balança corrente	2,6	-0,8	1,8	0,7	-0,8	-0,8	...	...	...
Alemanha	7,8	4,2	7,1	6,0	4,7	4,2	4,2	...	...
França	0,4	-2,0	0,1	-0,4	-1,3	-2,0	-1,9	...	...
Itália	3,0	-0,7	2,1	1,0	-0,6	-0,7	-0,7	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,8	92,5	90,2	88,9	91,6	93,0	93,0	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	01/23	02/23	03/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	4,5	6,1	8,4	7,8	6,1	5,7	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,4	4,6	4,4	4,0	3,6	3,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,2	1,4	1,8	2,9	3,5	3,7	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	1,4	1,5	2,1	2,9	3,5	3,7	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,6	6,2	9,1	7,7	6,3	1,8	-1,5	-3,5	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	-0,3	0,9	5,3	12,0	15,2	17,5	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	0,7	2,2	4,1	7,6	13,7	21,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	1,1	1,5	1,9	...

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.