

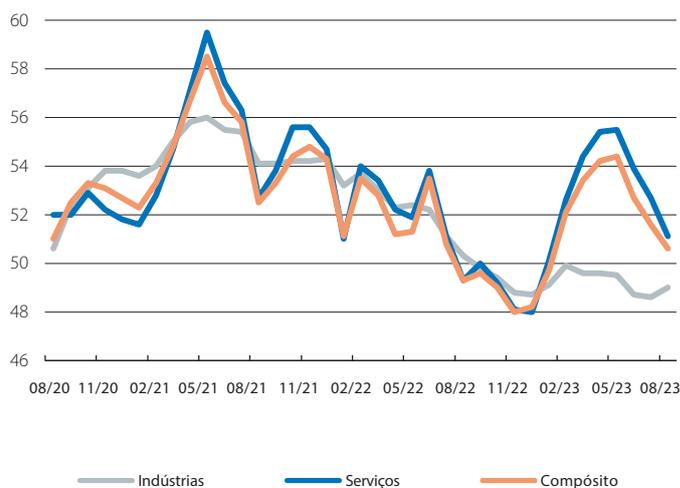
Um final de ano com mais dúvidas do que certezas na economia internacional

O crescimento global para 2023 foi revisto em alta para 3,0%, e reduzido em 2024 para 2,9%. As perspectivas macroeconômicas das economias desenvolvidas continuarão a ser pressionadas por condições monetárias mais restritivas, agravadas pelo impacto de políticas orçamentais menos expansionistas. Assim, reduzimos as perspectivas de crescimento para a Zona Euro em 2023 e 2024 para 0,5% e 0,7% (-0,3 p.p. em ambos os casos), o que contrasta com as perspectivas mais otimistas para a economia dos EUA, cuja expectativa de crescimento é agora de 2,0% em 2023 (+0,3 p.p.) e 0,8% em 2024 (+0,3 p.p.). Nos países emergentes, a principal revisão em baixa das previsões de crescimento diz respeito à China (-0,5 p.p. para 5,2% em 2023; e -0,3 p.p. para 4,6% em 2024), o que contrasta com um melhor desempenho de outras grandes economias emergentes, como o Brasil, a Rússia, a Índia, a África do Sul ou a Indonésia. De um modo geral, as previsões para os próximos trimestres apontam para um abrandamento do crescimento, enquanto a inflação deverá ser moderada em todos os sectores. Tudo isto num contexto de riscos, incluindo a incerteza quanto aos efeitos da política monetária e a persistência da inflação, as vulnerabilidades financeiras latentes em vários países e as preocupações quanto à recente «via protectionista» que poderá afetar os fluxos comerciais mundiais. Na mesma linha, a OCDE reviu em alta o crescimento global para 2023 em 0,3 p.p. para 3,0% e reduziu o de 2024 em 0,2 p.p. para 2,7%.

Verificou-se nos últimos meses um arrefecimento do crescimento global. Esta situação reflete-se no índice PMI global composto, que se situou em 50,6 pontos em agosto, o seu nível mais baixo desde janeiro (49,7 pontos), impulsionado sobretudo pela perda de fôlego do setor dos serviços, que acumula três meses consecutivos de descidas acentuadas, de 55,5 pontos em maio para 51,1 em agosto. Algumas grandes economias emergentes (como o Brasil, a Rússia, a Índia e a China) registaram recentemente melhorias no sector da indústria manufatureira. No entanto, a Zona Euro continua a revelar uma fraqueza particularmente visível e persistente. Com efeito, apesar da melhoria do PMI composto da Zona Euro em setembro, este permanece ainda na zona de contração (mais 0,5 pontos, para 47,2), sob a pressão da fragilidade do sector da indústria transformadora (-0,1 pontos, para 43,4) e da falta de dinamismo nos serviços (+0,8 pontos, para 48,7). As dificuldades do sector da indústria manufatureira da Europa também se refletem nos PMIs das suas duas maiores economias: no mês de setembro, em França, caiu para o valor mais baixo desde o início da pandemia (-1,8 pontos, para 44,2) e, na Alemanha, apesar da recuperação, continua a situar-se em território largamente contracionista (+0,5 pontos, para 39,6).

O cenário macroeconómico das economias avançadas continuará a ser marcado pelas dinâmicas (des)inflacionistas. Em agosto, a inflação global subiu para 3,7% (+0,5 p.p.) nos EUA, impulsionada pelos preços dos combustíveis, enquanto na Zona Euro, onde já estão disponíveis os dados de setembro, desceu para 4,3%. Em contrapartida, o ritmo de descida da inflação subjacente

Global: PMI Índice



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

EUA e Zona Euro: IPC

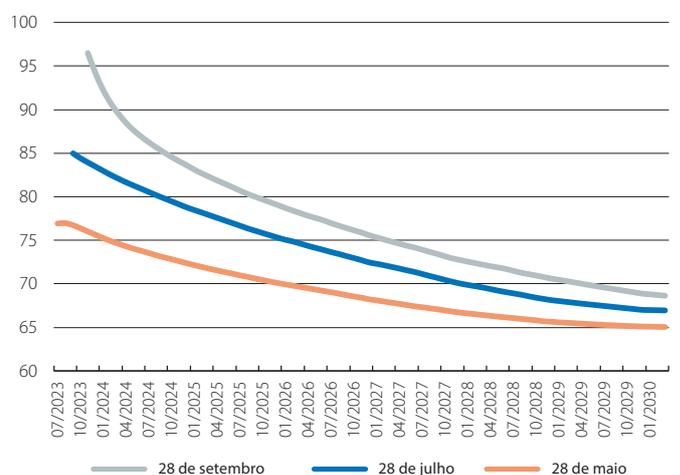
Variação homóloga



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

Futuros do preço do Brent

(Dólares por barril)



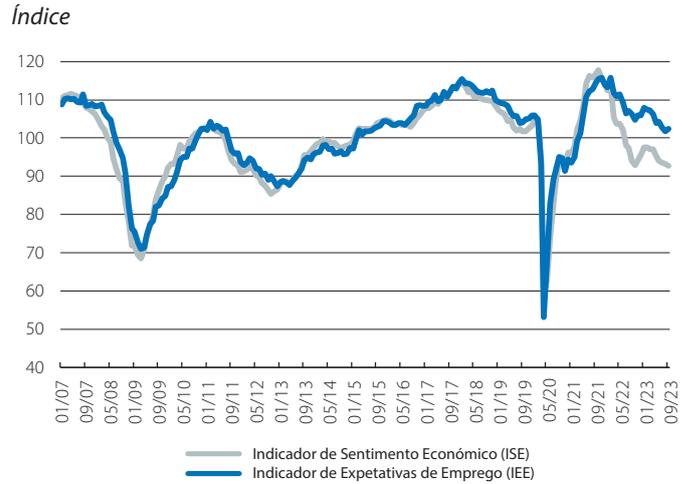
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

(que exclui a energia e os produtos alimentares) em ambos os lados do Atlântico, para 4,3% nos EUA e 4,5% na Zona Euro, sugere que os bancos centrais continuarão a não ter descanso. Além dos riscos de uma inflação persistente e do ressurgimento de efeitos de segunda ordem, existem receios quanto aos efeitos do aumento dos preços do crude. O petróleo Brent subiu 30% desde o final de maio, para cerca de 95 dólares por barril. Esta recente retração do mercado, justificada por uma deterioração acentuada das condições de oferta e por uma procura mundial de crude mais resistente do que o previsto atendendo às condições macroeconómicas, reflete-se igualmente numa perspetiva de preços a médio prazo substancialmente mais elevada do que a observada antes do verão.

A dualidade entre o mercado de trabalho e outros dados macroeconómicos persiste à medida que a atenção se volta para a política orçamental. O Índice de Sentimento Económico (ISE) da Comissão Europeia para a UE caiu para 92,8 pontos (contra uma média histórica de 100 pontos), um novo mínimo desde agosto de 2020, sublinhando a fraqueza da economia europeia no seu conjunto. Contudo, o Índice de Expetativas de Emprego (IEE) manteve-se significativamente mais elevado, nomeadamente em cerca de 10 pontos no último ano (em comparação com quase zero no período pré-pandémico). Nos últimos meses, porém, partilhou a mesma tendência descendente do ISE, que se situou em 102,4 em setembro. A economia continuará, por outro lado, a ser condicionada pela política orçamental, uma vez que os Estados-Membros terão de começar a normalizar as suas políticas orçamentais, tendo em conta o relançamento das regras orçamentais europeias em 2024. Concretamente, enquanto prosseguem as negociações entre os Estados-Membros, espera-se que o novo quadro orçamental europeu mantenha os objetivos orçamentais existentes (como o objetivo de 3,0% para o défice), mas que ofereça um maior controlo a nível nacional sobre a forma de atingir esses objetivos, por exemplo, através do desenvolvimento de planos plurianuais.

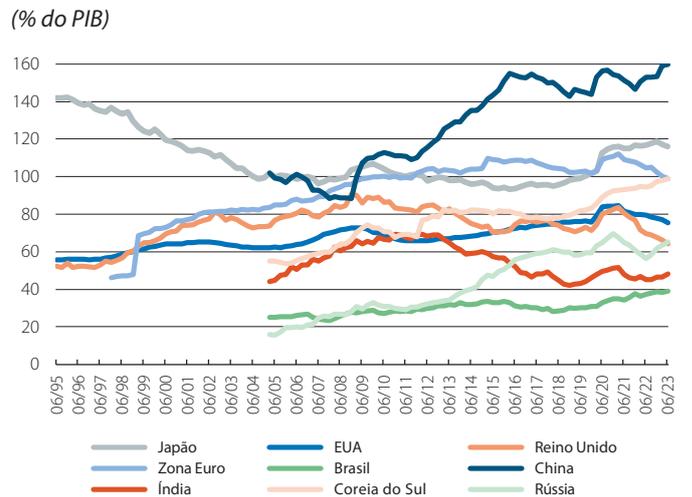
Se o desempenho da BRICS foi uma das boas surpresas dos últimos meses, a China ainda tem algum trabalho a fazer. As consequências da saída da pandemia são particularmente difíceis para o gigante asiático, que acumula desafios estruturais e «cicatrizes económicas» da pandemia. A dívida das empresas não financeiras atingiu um novo máximo de 160% do PIB, concentrando-se em especial em sectores como o imobiliário e os veículos de financiamento da administração local. No entanto, o desempenho «estelar» das exportações chinesas durante a pandemia está a ser invertido à medida que as tensões geoeconómicas se acumulam e o consumo interno não está a descolar, apesar das poupanças acumuladas por muitas famílias durante os anos da pandemia. Contudo, nem tudo são más notícias. Em agosto, os dados foram melhores do que o esperado, com o crescimento da produção industrial (+4,5%), que foi superior ao esperado (+4,5% vs. 3,7% em julho) e as vendas retalhistas (+4,6% vs. 2,5% em julho). Esta melhoria deve-se em parte à intervenção das autoridades chinesas, por um lado, com a flexibilização da política monetária e a implementação da «máquina fiscal». A recente flexibilização da regulamentação do sector imobiliário deverá, por outro lado, ajudar a sustentar o sector nos próximos meses. Mesmo assim, a falta de confiança dos investidores e dos consumidores na China continuará a exercer pressão sobre as perspetivas económicas a médio prazo do país.

Zona Euro: sentimento económico e expetativas de emprego



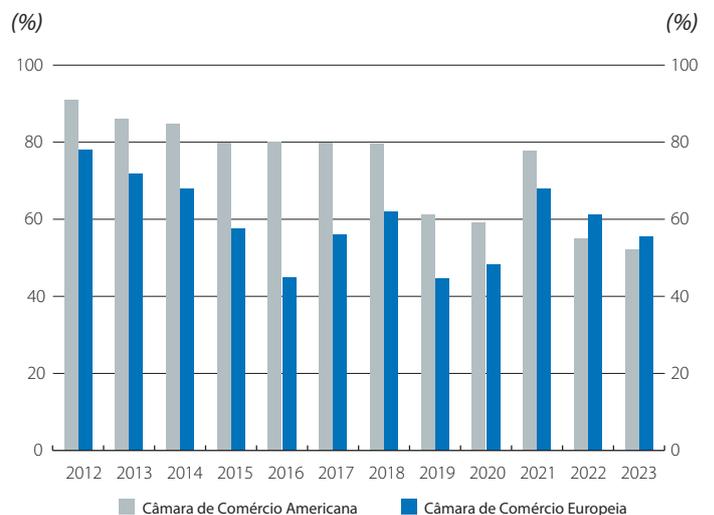
Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

Global: dívida empresarial de instituições não financeiras



Fonte: BPI Research, com base em dados do Institute of International Finance.

Proporção de empresas que estão otimistas quanto às perspetivas de negócio na China



Fonte: Capital Economics.

EUA: a recessão que nunca chega

No passado mês de fevereiro, escrevemos que era de esperar um arrefecimento da atividade económica nos EUA em 2023, como a maioria dos analistas também esperava. A incerteza residia no grau de intensidade deste arrefecimento, que designamos por aterragem suave ou dura (*soft* ou *hard landing*). Mas o que vemos até agora este ano é uma economia que continua a crescer com uma força invulgar neste ambiente de taxas de juro elevadas. Consequentemente, os analistas começaram a rever em baixa a probabilidade que atribuem a uma recessão de um ano nos EUA (ver o primeiro gráfico). Além disso, os últimos indicadores económicos apontam para um ritmo sólido de crescimento do PIB também no terceiro trimestre, entre 0,5% em termos trimestrais, segundo a *nowcasting* da Fed de Nova Iorque, e 1,3%, segundo a da Fed de Atlanta.

Os argumentos a favor de uma recessão

Não surpreende que o aperto monetário da Fed desde o início de 2022 tenha como objetivo arrefecer uma economia que estava a dar sinais de sobreaquecimento (especialmente visível na subida da inflação). Os fatores relacionados com a pandemia que conduziram a este desequilíbrio entre a oferta e a procura agregadas foram, desde então, regularizados (por exemplo, estrangulamentos nas cadeias de abastecimento mundiais, poupança reprimida, alterações nos padrões de consumo de bens e serviços) e ajudaram a provocar uma descida da inflação e uma moderação em muitos indicadores económicos. Contudo, os desfasamentos com que a política monetária normalmente afeta a economia sugerem que ainda há margem para arrefecimento nos próximos trimestres.¹ Um dos principais canais que é afetado pelas subidas das taxas do banco central é o canal das condições financeiras e de crédito. Como descrevemos num artigo anterior,² os critérios de concessão de crédito tornaram-se mais rigorosos, como pretendido pela Reserva Federal, e, ao mesmo tempo, a procura de crédito também enfraqueceu. Efetivamente, as nossas estimativas apontavam para uma maior restritividade das condições de crédito que estaria associada a uma quebra de 0,7 p. p. na atividade.

Há também uma série de sinais que, quando acionados, têm historicamente antecipado futuras recessões. Entre os mais proeminentes está a inversão da curva de rendimentos soberanos. Há mais de 300 dias que o diferencial entre o *Treasury* a 10 anos e o *Treasury* a 3 meses, que his-

1. Milton Friedman afirmou que «a política monetária influencia a economia com desfasamentos variáveis e incertos». As estimativas sugerem que estes desfasamentos podem situar-se entre 6 e 12 trimestres.

2. Ver o Focus «A política monetária está a conseguir arrefecer a atividade? Uma primeira avaliação» no IM06 /2023.

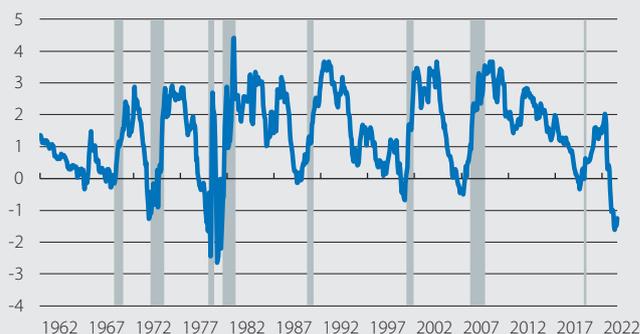
EUA: probabilidade de recessão segundo o consenso dos analistas da Bloomberg



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

EUA: recessões e a inclinação da curva das taxas de juro

(p. p.)



Notas: As áreas sombreadas indicam períodos de recessão de acordo com o NBER. A inclinação da curva (linha azul) representa o diferencial entre a taxa da dívida a 10 anos e a 3 meses.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg e do NBER.

toricamente tem sido o melhor indicador de recessões, se inverteu. Com efeito, conforme o nosso modelo, a atual inversão da curva tem associada uma probabilidade de recessão que oscila entre 70% e 80%, consoante a especificação utilizada.³

O que é que sustenta a economia americana?

Se tudo aponta para que a economia dos EUA deveria estar a contrair-se (ou a fazê-lo em breve), o que impede esse cenário? Em primeiro lugar, podemos responder a esta pergunta examinando o PIB sob diferentes prismas. Se analisarmos o PIB do lado da procura, verificamos que o consumo público tem sido um importante amortecedor da atividade, com aumentos trimestrais de 1%, em média, nos últimos quatro trimestres, o mesmo que o investi-

3. Ver o Focus «Sobre a probabilidade de uma recessão nos EUA» na IM05/2018.

mento não residencial. O consumo privado, que é normalmente o principal motor da economia, cresceu em linha com o PIB, com uma média de 0,6% em termos trimestrais, enquanto o sector externo deu um contributo bastante mais modesto para o crescimento do PIB. A componente que pesou no crescimento do PIB foi o investimento residencial, que caiu durante nove trimestres consecutivos (-22% acumulado). Em contrapartida, se considerarmos o PIB do lado da oferta e analisarmos o valor acrescentado que os diferentes sectores proporcionaram, as artes e o lazer, a informação e a indústria extrativa destacam-se positivamente. Em sentido negativo estão as finanças e os seguros, a indústria manufatureira e a construção, que representam 19%, 11% e 3%, respetivamente, da produção total e que estão estagnadas ou em declínio há quatro trimestres.

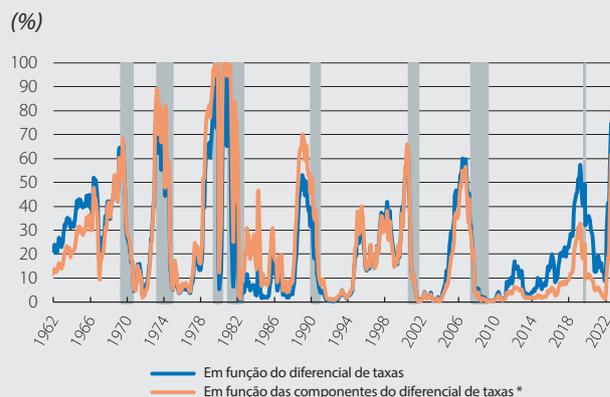
E para confundir ainda mais... sinais contraditórios no mercado de trabalho e no sector imobiliário

Um indicador que também sugere que a economia dos EUA está de boa saúde é o mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a situar-se em 3,8% e o rácio entre ofertas de emprego e desempregados em 1,4 (com uma média histórica de 0,7). No entanto, também já encontramos vários sinais de normalização, como a criação mensal de emprego, que se situa em 150.000 trabalhadores na média dos últimos três meses, bem abaixo dos 400.000 médios em 2022, e até um pouco abaixo da média entre 2015 e 2019 (190.000). Se analisarmos os sectores que contribuem para a criação de emprego, verificamos que a educação e a saúde, com um peso de 16% da população ativa, contribuem em mais de 50% para a criação de novos empregos. Este facto é notável, visto que a educação e a saúde não são sectores cuja dinâmica seja o melhor termómetro do ciclo económico. Os outros sectores, como a indústria manufatureira, as profissões liberais e as empresas ou a restauração e o lazer, poderão ser mais indicativos da dinâmica e das tendências da procura de emprego.

Como já referimos, o sector imobiliário está em queda há nove trimestres consecutivos, primeiro devido à expectativa de uma política monetária mais restritiva e depois devido à sua confirmação. Nos últimos meses, porém, assiste-se a uma recuperação da sua atividade: o número de vendas e de novas licenças de construção começou a aumentar este verão e podem já estar a sair do marasmo em que se encontram desde o início de 2022, no que pode ser o início da recuperação do sector.

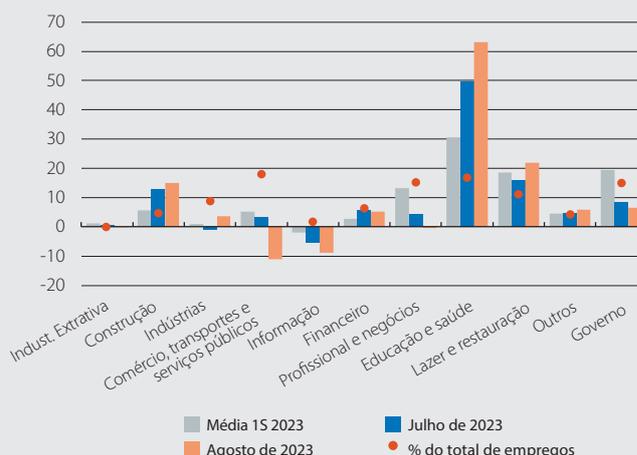
Com este cocktail de indicadores a apontar em direções opostas, a previsão do crescimento económico tornou-se uma tarefa ainda mais complexa. Em suma, acreditamos que assistiremos a um arrefecimento gradual da atividade, um *soft landing* que implicaria vários trimestres com a economia dos EUA próxima da estagnação.

EUA: probabilidade de recessão em função da curva de rendimentos



Notas: As áreas sombreadas indicam períodos de recessão de acordo com o NBER.
 * As componentes do diferencial de taxas são obtidas através de um modelo que separa a componente de expectativa de taxa pura e o prémio de prazo da taxa de juro observada. Ver Adrian, T., Crump, R. K. e Moench, E. (2013), «Pricing the term structure with delinear Regressions», *Journal of Financial Economics*.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg, da Reserva Federal de Nova Iorque e do NBER.

EUA: criação mensal de emprego por sector (% sobre o total)



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

Mudança de velocidade na economia chinesa: canais de transmissão

O percurso económico da China nas últimas décadas é marcado por múltiplos sucessos, com um rápido crescimento do PIB, uma redução acentuada da pobreza e a emergência do país como o maior exportador mundial de mercadorias. Contudo, o modelo de desenvolvimento económico da China, assente na força do sector externo e na rápida acumulação de capital, também gerou desequilíbrios, tais como uma rápida acumulação de dívida e uma dependência excessiva do sector imobiliário. Em contrapartida, a elevada quota de mercado global da China dificulta a expansão contínua das exportações, sobretudo num contexto de fragmentação geoeconómica. Também as autoridades chinesas parecem dispostas a aceitar um ritmo de crescimento mais lento, considerando a sua segurança económica como uma prioridade. Quais são as implicações deste novo ambiente macroeconómico para a China e quais são as ramificações globais?

Abrandamento da China e canais de transmissão a nível mundial

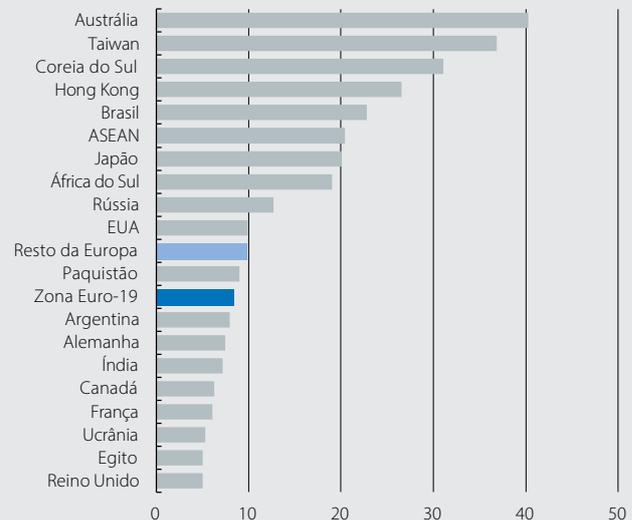
A «nova era» de crescimento na China implicará, indubitavelmente, um abrandamento significativo em relação às taxas de crescimento registadas nas últimas décadas. Por exemplo, entre 2000 e 2019, a China registou um crescimento médio de 9%. Mas estão a surgir vários ventos contrários. Além dos aspetos acima referidos, existem fatores demográficos; a dificuldade de reequilibrar a economia e de estimular o consumo interno como motor do crescimento; concorrência externa, em especial por parte de outras economias asiáticas emergentes; o recente «foco regulamentar» que atinge diretamente alguns sectores de elevado crescimento (como o das grandes tecnologias) e um aumento das tensões comerciais. Por conseguinte, o FMI prevê que o crescimento da China deverá convergir para 3% até ao final da presente década.

Não obstante uma transição gradual para um crescimento mais baixo e uma «aterragem forçada» agirem através de canais diferentes e terem implicações globais diferentes, estimativas recentes sugerem efeitos significativos de um abrandamento na China para a economia global em ambos os casos. A estimativa do BCE é de que, num cenário de abrandamento gradual do crescimento, cada 1 p. p. a menos de crescimento na China subtrairia entre 0,1 e 0,4 p. p. ao crescimento do PIB da Zona Euro.¹ Por sua vez, o Banco de Inglaterra estima que um abrandamento gradual do crescimento chinês produziria um impacto da mesma ordem de grandeza na economia do Reino Unido, enquanto uma «aterragem forçada» conduziria a uma redução de 1 p. p. do crescimento no ano de impacto, que poderia mesmo duplicar, caso essa aterragem tivesse um impacto signi-

1. Ver Dieppe, A. et al. (2018). «The transition of a China to sustainable growth — implications for the global economy and the euro area», ECB Occasional Paper n.º 206. As estimativas dos autores indicam que um abrandamento gradual do crescimento na China, em resultado da introdução de reformas estruturais mais ambiciosas por parte das autoridades para restabelecer o equilíbrio da economia (pressupondo um estímulo ao consumo e uma redução do rácio do investimento em relação ao PIB), conduziria a um menor crescimento na China a curto prazo (cerca de menos 1 p. p. por ano), levando a uma queda acumulada de 3,4% no nível do PIB chinês ao fim de três anos. Este choque teria um impacto negativo acumulado de 0,3% do PIB da Zona Euro, que poderia aumentar para 1,1%, dependendo da reação das autoridades chinesas e se a força dos vários mecanismos de transmissão se intensificasse.

Exportações para a China

(% das exportações totais de cada país)



Notas: No resto da Europa, estão incluídos os seguintes países: República Checa, Dinamarca, Hungria, Islândia, Noruega, Polónia, Suécia, Suíça, Turquia, Bielorrússia, Bulgária, Croácia, Roménia e Ucrânia. É utilizada a média entre 2015 e 2020 e apenas os países com exportações para a China superiores a 5% do total são incluídos no quadro.

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

ficativo nos mercados financeiros globais.² Em ambos os cenários, seriam ativados os canais tradicionais de transmissão a outras economias. Em contrapartida, os canais financeiros, cujo papel tem sido historicamente importante na transmissão de choques internacionais, seriam ativados. De forma direta, e apesar da dimensão da China na economia mundial, o seu sistema financeiro ainda não está altamente integrado no sistema financeiro mundial.³ No entanto, os canais financeiros indiretos poderão ser mais importantes, através de um aumento da perceção de risco dos investidores e da deterioração das perspetivas de lucro de muitas grandes empresas para as quais o mercado chinês representa uma importante fonte de receitas.

Um outro canal de transmissão inclui os mercados de *commodities*, em que a China representa uma fração significativa da produção e do consumo mundiais de algumas matérias primas e uma menor procura poderia ter um impacto substancial nos preços. Em relação aos países importadores líquidos de *commodities*, como a Zona Euro, este efeito poderia compensar parcialmente os impactos negativos

2. Ver Gilhooly, R. et al. (2018). «From Middle Kingdom to United Kingdom», Bank of England Quarterly Bulletin (2T 2018). Este cenário de abrandamento gradual é estimado como um abrandamento de 2 p. p. no crescimento da China no primeiro ano e de 1 p. p. no segundo ano, o que reduz o nível do PIB chinês em 3% ao fim de três anos. Segundo este cenário, o nível do PIB do Reino Unido seria inferior em 0,5% no terceiro ano. Esta «aterragem forçada» pressupõe uma queda rápida de 8 p. p. do nível de crescimento da China no primeiro ano, que, apesar de uma recuperação a partir do segundo ano, produziria um nível 10% inferior do PIB da China no terceiro ano. Com este cenário, o nível do PIB do Reino Unido seria inferior em 1,4% a 2,8% ao fim de três anos, em função da ativação de canais globais de amplificação, como a agitação financeira e as correções acentuadas dos preços dos ativos e das moedas.

3. A quota-parte da China nos ativos e passivos externos mundiais está estimada em cerca de 5%. As relações bancárias da China com a maioria dos países são igualmente limitadas, com exceção das relações estreitas com o Reino Unido através de Hong Kong.

através de outros canais, impulsionando o consumo e produzindo simultaneamente um efeito desinflacionista.

Finalmente, um choque na economia chinesa afetaria o resto do mundo através dos fluxos comerciais internacionais e de uma redução da procura externa da China. Uma primeira aproximação deste canal pode ser obtida com a exposição comercial direta à China. Tal inclui quase toda a região asiática, para a qual a China representa mais de 20% das exportações, e outros países geograficamente próximos, como a Austrália (40%). Nos EUA e na Zona Euro este valor aproxima-se dos 10%. Estas relações comerciais diretas indicariam um impacto relevante, embora limitado, mas há que acrescentar as relações indiretas, decorrentes do estatuto da China como segunda maior economia do mundo e da sua centralidade nas cadeias de valor globais.

Transmissão através do comércio internacional: o caso da Zona Euro

A este respeito, importa ter em conta que a Zona Euro está também diretamente exposta a países com elevada exposição à China, pelo que um abrandamento da economia chinesa teria repercussões, indiretamente através das ligações comerciais com estes países, na economia europeia. A título de exemplo, mais de 10% das exportações da Zona Euro destinam-se aos países da ASEAN, ao Japão, à Coreia do Sul, a Taiwan ou a Hong Kong, e todos estes, por sua vez, têm exposições diretas à China superiores a 20%. Por outro lado, quase metade das exportações totais da Zona Euro destinam-se aos EUA e ao resto da Europa e um abrandamento nestes países devido à diminuição das exportações para a China teria igualmente repercussões na Zona Euro.

Com o intuito de exemplificar o impacto total, incluindo os efeitos comerciais diretos e indiretos, analisamos dois cenários de abrandamento da economia chinesa: o de uma redução de 10% das importações provenientes da China e uma redução gradual de 2% por ano, ao longo de cinco anos. Neste primeiro cenário, o impacto direto nas exportações da Zona Euro é de -0,8%, explicado simplesmente pelo peso que as exportações para a China têm no bloco europeu. No entanto, consideramos que o impacto indireto é de 0,9%, o que elevaria o impacto total de uma queda de 10% nas importações chinesas para 1,8% das exportações europeias.

Por conseguinte, a tomada em consideração dos impactos indiretos mais do que duplica o impacto total do abrandamento chinês na economia europeia através do comércio internacional. Um exemplo concreto do exercício: uma queda de 10% nas importações da China levaria a uma queda de 2% nas exportações dos países da ASEAN, o que resultaria numa queda adicional de 0,08 p. p. nas exportações da Zona Euro.⁴ Por outro lado, embora a exposição dos EUA à China seja menor, os laços comerciais mais fortes da Zona Euro com a China fariam com que o impacto indireto adicional fosse aproximadamente o dobro, ou seja, 0,15 p. p.

O impacto em termos de PIB deve ser interpretado tendo em conta que parte das exportações brutas da Zona Euro incorpora bens e serviços intermédios importados de outros países.⁵ Desta forma, em termos globais, estima-

4. Partimos do princípio de que cada país reduziria as suas importações do resto do mundo na mesma proporção em que as suas exportações totais para a China foram reduzidas (não temos em conta o possível aumento para outros países ou regiões).

A exposição à China e o impacto de um abrandamento da China na Zona Euro

	Exposição da Zona Euro (%)	Exposição à China (%)	Estimativa do impacto nas exportações da Zona Euro (p. p.) Cenário de descida de 10%	Estimativa do impacto anual nas exportações da Zona Euro (p. p.) Cenário de abrandamento gradual
Impacto direto				
China	8,4	–	-0,84	-0,17
Impacto indireto				
Austrália	1,3	40,2	-0,05	-0,01
Taiwan	1,0	36,8	-0,04	-0,01
Coreia do Sul	2,0	31,1	-0,06	-0,01
Hong Kong	0,7	26,5	-0,02	0,00
Brasil	1,8	22,8	-0,04	-0,01
ASEAN	3,8	20,4	-0,08	-0,02
Japão	2,9	20,1	-0,06	-0,01
África do Sul	0,7	19,1	-0,01	0,00
Arábia Saudita	1,4	16,2	-0,02	0,00
Rússia	3,1	12,7	-0,04	-0,01
EUA	14,8	9,9	-0,15	-0,03
Resto da Europa *	25,2	9,9	-0,25	-0,05
Índia	2,1	7,2	-0,02	0,00
Canadá	1,8	6,3	-0,01	0,00
Reino Unido	11,5	5,0	-0,06	-0,01

Notas: O resto da Europa inclui os seguintes países: República Checa, Dinamarca, Hungria, Islândia, Noruega, Polónia, Suécia, Suíça, Turquia, Bielorrússia, Bulgária, Croácia, Roménia e Ucrânia. A exposição à Zona Euro é calculada como a percentagem das exportações da Zona Euro para cada país ou região. A exposição à China é calculada como a percentagem das exportações de cada país para a China. Os impactos indiretos devem ser lidos como uma soma, em p. p., dos impactos indiretos de um abrandamento da China nas exportações da Zona Euro, numa base país a país. O impacto total, em %, é a soma dos impactos direto e indireto. Não estão incluídos no quadro países como o Cazaquistão, o Paquistão, a Argentina, a Ucrânia ou o Egito, todos com exposições à China superiores a 5%, mas com uma exposição reduzida à Zona Euro (inferior a 1%).

Fonte: BPI Research, estimativas próprias com base nos dados da OCDE.

mos que um abrandamento mais abrupto da China produziria um impacto, através de uma contração dos fluxos comerciais internacionais, de 0,7% no PIB da Zona Euro, enquanto um abrandamento gradual poderia produzir um impacto anual entre 0,1 e 0,2% no crescimento anual, valores consistentes com os intervalos sugeridos pelo BCE e pelo Banco de Inglaterra (dado que as nossas estimativas são parciais e os outros canais mencionados devem ser adicionados às mesmas).

Implicações globais de um abrandamento na China

Seja qual for o padrão do abrandamento asiático, a economia mundial sentirá os seus efeitos através de múltiplos canais de transmissão, que atuarão com diferentes intensidades consoante o tipo de choque. Além do que precede, a estimativa precisa da magnitude do impacto global depara-se com duas dificuldades adicionais: de um lado, a reação da política monetária e orçamental a um abrandamento da economia chinesa, tanto do lado da China como dos seus parceiros comerciais, é imprevisível. Em contrapartida, se esta for de facto uma «nova era» para a China, então o resto do mundo também estará em terreno incerto.

5. A OCDE indica que 18% do valor acrescentado das exportações europeias tem origem no estrangeiro. O peso relativo das exportações no PIB da Zona Euro é de 47%.

Quo vadis, globalização? (parte I): o longo abrandamento

Durante a última década, a discussão sobre a configuração e as consequências da globalização tornou-se muito visível e relevante, com muitos defensores de uma reformulação, seja para a limitar, inverter ou reconfigurar. No presente artigo e no seguinte, analisamos a trajetória destes debates e a saúde da globalização. Para tal, analisamos primeiro as tendências estruturais agregadas a mais longo prazo e, em seguida, passamos às evidências mais parciais e indicativas dos últimos dados disponíveis. Pretendemos desvendar as principais dinâmicas de um processo tão complexo e, naturalmente, global.

O abrandamento gradual da globalização...

A dimensão mais evidente do desenvolvimento da globalização económica desde a década de 1980 foi o *boom* do comércio mundial, que desde a crise financeira tem dado sinais de abrandamento, mas não de estagnação. Quanto ao comércio de mercadorias, o único para o qual existem dados em termos reais e um dos principais intervenientes na globalização até à data, o comércio de mercadorias atingiu um pico em termos de percentagem do PIB em 2008, após quase 25 anos de expansão formidável. É digno de nota o facto de este abrandamento ocorrer antes de o debate político sobre a globalização ter ganho proeminência, o que sugere que o abrandamento tem causas mais complexas e diversas.

... um processo diversificado por país, mas homogéneo em termos de produtos...

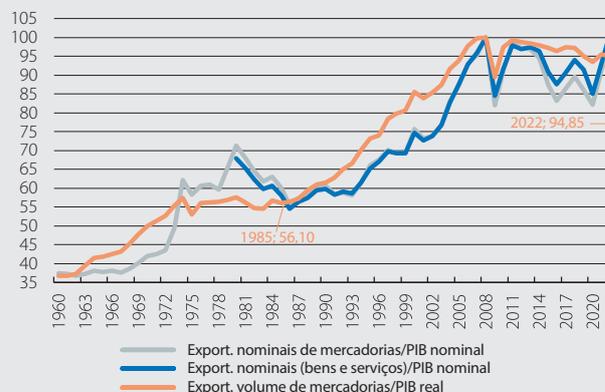
O abrandamento do comércio não é homogéneo nas principais economias do mundo, como seria de esperar num cenário de desglobalização «radical» (ou seja, de raiz). Os principais culpados entre as principais economias exportadoras seriam a normalização do crescimento na China (uma economia agora mais orientada para o consumo interno) e uma relativa estagnação do sector externo dos EUA. Esta importância reduzida do sector externo teria também facilitado uma desvinculação comercial relativamente indolor para estas economias, como se explica no próximo Focus.

De qualquer modo, o sector externo continua a ser muito relevante para economias como a UE e o Japão, onde as exportações em relação ao PIB continuaram a crescer. Todavia, a recente recuperação deste rácio poderá ser distorcida pelos efeitos da COVID, devido à alteração dos padrões de consumo e a um menor crescimento económico.

O panorama por produto é diferente e o abrandamento deve-se principalmente aos produtos manufaturados. Depois de ter sido o motor da globalização, na última década, as suas taxas de crescimento foram semelhantes às do PIB mundial a preços correntes, pelo que o seu peso relativo se estabilizou em cerca de 15% do PIB. As flutuações do peso das matérias primas, refletidas no rácio das

Evolução do rácio entre as exportações mundiais de mercadorias e o PIB mundial

Índice (100 = 2008 para cada série)



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

Evolução do rácio exportações de bens/PIB, por geografia

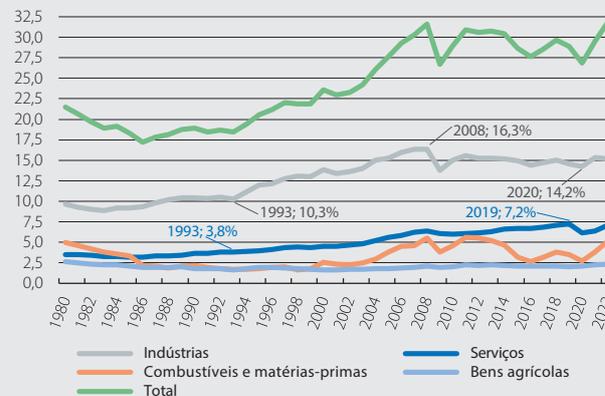
(% del PIB nominal)



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

Evolução do rácio exportações de bens e serviços/PIB

(% do PIB mundial em termos nominais)



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

exportações em relação ao PIB em termos nominais, mas não em termos reais, devem-se mais a variações de preço do que de volume, enquanto as exportações de serviços, que poderão constituir outro vetor de crescimento da globalização nos próximos anos, continuam a ganhar gradualmente importância.

...e em grande parte impulsionado pelo ambiente financeiro

O abrandamento do comércio da indústria manufatureira seria particularmente preocupante para a saúde da globalização se se devesse à dissociação das cadeias globais de valor (CGV). Como propõem alguns autores,¹ para avaliar a evolução e a extensão das CGV, podemos utilizar o rácio entre o valor acrescentado e a produção bruta, que adiciona o valor de todos os *inputs* intermédios ao valor acrescentado bruto. Por conseguinte, quando as empresas de um país se especializam e a produção se torna mais diversificada e deslocalizada, o rácio entre o valor acrescentado bruto nacional e a produção bruta diminui. Consequentemente, este rácio é inversamente proporcional à extensão, ou complexidade, das CGV.

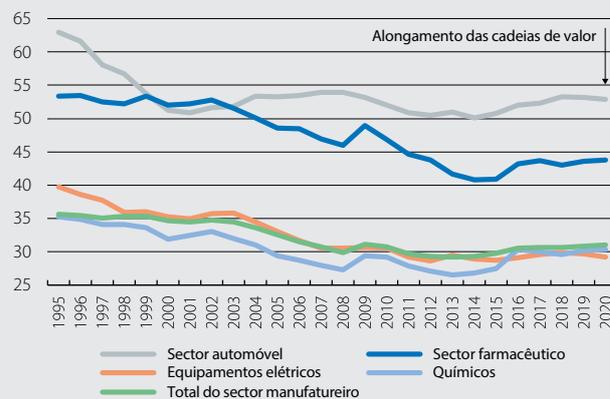
Ora, em termos globais agregados, tal como acontece com o comércio de mercadorias, a expansão das CGV atingiu um pico e manteve-se praticamente estável nos últimos 10 anos. Porém, também é difícil, nesta fase, vislumbrar uma inversão clara e generalizada. Como será apresentado no artigo seguinte, no entanto, começam a existir sinais concretos de fragmentação e deslocalização para economias relacionadas.

Em contrapartida, a evolução da conjuntura macrofinanceira parece estar a contribuir mais diretamente para o abrandamento do comércio da indústria manufatureira. Na opinião de vários autores,² o desenvolvimento das CGVs facilitou métodos de produção – como o famigerado *just-in-time* – que exigiam investimentos e financiamentos correntes muito elevados. A deslocalização de uma cadeia de produção acarreta para qualquer empresa um ativo circulante mais elevado (o que se encontra em trânsito num dado momento entre as diferentes etapas do processo) e, por conseguinte, um custo financeiro mais elevado, que aumenta, de facto, com cada nova etapa de deslocalização da produção.³ Por todas estas razões, o desenvolvimento das CGV dependeu estreitamente das condições financeiras mundiais e, por conseguinte, da força do dólar americano (USD).

1. Ver Richard Baldwin (2022). «Globotics and Macroeconomics: Globalisation and Automation of the Service Setor». BCE. Forum on Central Banking 2022.
 2. Ver Bruno, V. e Shin, H. S. (2021). «Dollar and Exports». CEPR Discussion Papers 16311.
 3. Ver Kim, S. e Shin, H. S. (2023). «Theory of supply chains: a working capital approach». BIS Working Papers 1070, Bank for International Settlements.

Desenvolvimento da cadeia de valor, por sector, para o mundo no seu conjunto

Valor acrescentado/produção bruta de cada sector industrial (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da OCDE TIVA.

Exportações mundiais de bens/PIB e desempenho do dólar

Índice (100 = 2008) Índice, inverso



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

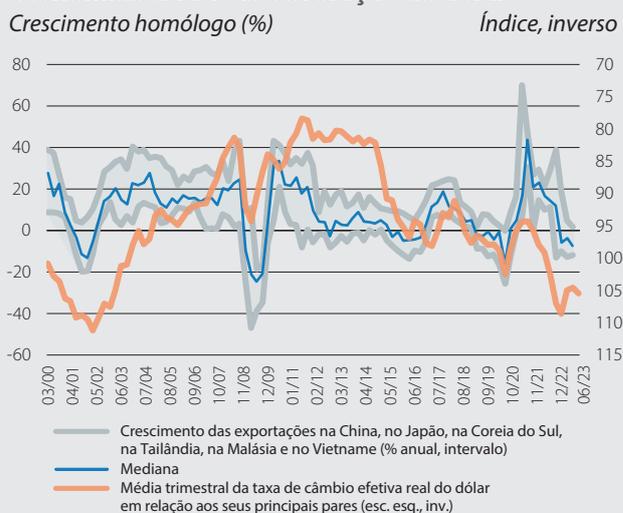
Portanto, mesmo que um dólar valorizado possa tornar as importações dos EUA mais baratas, tornaria mais difícil o financiamento de processos complexos de produção e exportação no resto do mundo, dificultando assim o comércio global. Efetivamente, desde o início da década de 2000, a força do dólar americano e o dinamismo do comércio mundial de mercadorias têm revelado uma elevada correlação.

Tal correlação é também observada nas exportações das principais economias asiáticas, pelo que a recente valorização do dólar face às suas moedas, decorrente de expectativas de taxas de juro mais elevadas face à resiliência da economia norte-americana, poderá constituir um entrave ao comércio internacional no resto do ano.

A globalização do comércio tem vindo a mostrar sinais de abrandamento nos últimos 15 anos, embora não de forma generalizada entre os países. Para além disso, por enquanto e em termos agregados, não parece dever-se a um

encurtamento das CGV. Segundo alguns dos estudos acima citados, uma explicação potencial para esta tendência é o facto de a forte deslocalização da produção industrial para a Ásia ou para os países do antigo bloco soviético, impulsionada pela arbitragem oferecida por uma mão de obra instruída e com baixos salários, ter desaparecido. Tal pode ser explicado tanto pelo desenvolvimento económico destes países como pela maturidade do processo, o que faz com que as empresas reavaliem, após décadas de experiência, a conveniência e a rentabilidade do deslocalização de certas partes do processo de produção. No entanto, as condições financeiras, que apoiaram e encorajaram o processo no início do século, não foram tão favoráveis nos últimos anos, e menos ainda após as subidas das taxas de juro a partir de 2022.

Crescimento das exportações das principais economias asiáticas e evolução do dólar



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

Quo vadis, globalização? (parte II): a fragmentação da economia global

O comércio global mostra grande resiliência após a crise da COVID e até 2022, no âmbito de uma tendência de longo prazo de abrandamento. Conforme analisámos no anterior Focus, este abrandamento pode ser explicado como a maturação lógica de um longo processo de abertura do mercado, também afetado por uma maior restritividade das condições financeiras. Em ambos os casos, a tese de uma desglobalização de raiz é descartada. Neste segundo Focus, debruçamo-nos sobre os dados dos últimos meses que, embora ainda parciais, mas relevantes na medida em que afetam as principais economias, apontam para uma crescente fragmentação da globalização, que poderá ter efeitos diversos.

O sucesso da desvinculação dos EUA com a China

Embora não tão mediática como no passado, a guerra comercial entre a China e os EUA continua, como o demonstram os elevados direitos aduaneiros mantidos por ambas as economias contra a outra.¹ Além disso, parece que a política de desconexão dos EUA com a China está a atingir os seus propósitos, ao reduzir o défice comercial com a China em termos de PIB, enquanto a mesma está a perder uma parte significativa do mercado das importações dos EUA a favor dos principais parceiros comerciais americanos, nomeadamente o México.

Também não parece haver uma repercussão comercial, em que as exportações chinesas procurem rotas alternativas para contornar os direitos aduaneiros, ou uma deslocalização das empresas chinesas. Embora para a Índia ou o Vietname o valor dos produtos que importam da China tenha aumentado mais do que as suas exportações para os EUA, o mesmo não acontece com o México, o Canadá, Taiwan ou a Zona Euro. Relativamente ao IDE, os volumes de investimento chinês nestas economias também ainda não igualam os dos parceiros comerciais mais próximos.

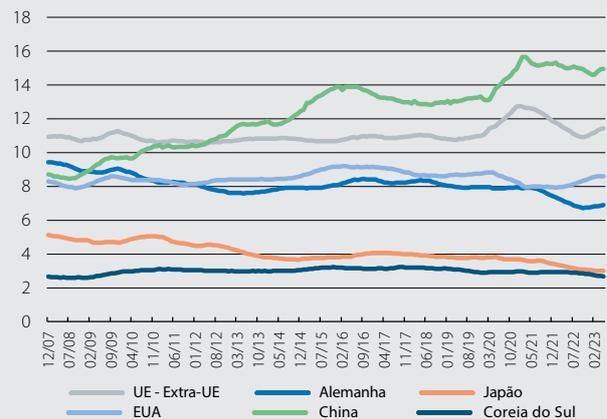
Em contrapartida, os EUA não só estão a mudar de fornecedores, como também, como vários estudos recentes indicam, o país está a conseguir deslocalizar parte da produção anteriormente externalizada para a China para parceiros com os mesmos interesses, como o México e o Vietname, ou mesmo para os próprios EUA.²

1. Ver Bown, C. P. e Kolb, M., (2023). «Trump's Trade War Timeline: An up-to-date guide. Peterson Institute for International Economics».
 2. Ver Alfaro, L. e Chor, D. (2023). «Global Supply Chains: The Looming «Great Reallocation»». National Bureau of Economic Research, n.º w31661.

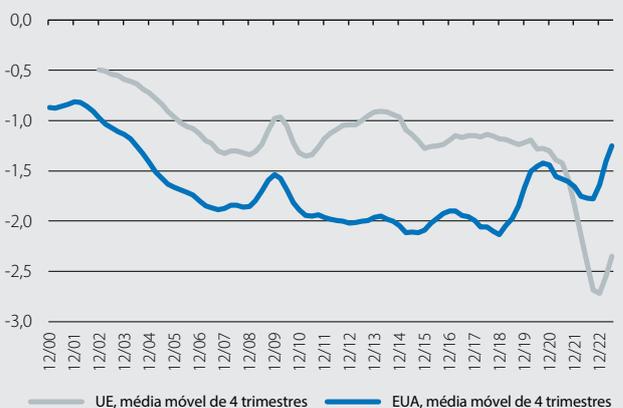
Variação na quota das importações dos EUA, por país (p.p.)



Percentagem das exportações mundiais, por país (% das exportações globais, soma móvel de 12 meses)



Balança comercial de mercadorias com a China (% do PIB)



Um processo com pouco impacto em ambas as economias

Enquanto os dois principais partidos políticos dos EUA partilharem o objetivo de se desligarem da China, é de esperar que se aprofunde e aumente a tendência para a fragmentação da economia global. Acresce que, até à data, a desconexão não está a prejudicar o crescimento económico dos EUA nem os seus exportadores, que não perderam quota de comércio mundial, ao contrário dos alemães ou dos japoneses.

A China, por outro lado, perdeu quota de mercado global desde a sua recuperação no primeiro ano da pandemia, embora ainda esteja acima da sua quota em 2018, e o impacto da sua reabertura pós-COVID continua por ver. O país evitou um impacto significativo da guerra comercial com os EUA substituindo o mercado americano pelo mercado europeu. De facto, relativamente ao PIB, enquanto os EUA limitaram a sua exposição à China, a exposição da UE apenas aumentou, pelo menos até ao final do ano passado. É verdade que a UE teve uma recuperação do PIB pós-pandemia mais lenta do que os EUA, o que pode estar a deturpar esta tendência, o facto é que a China tem cada vez mais capacidade para exportar produtos de elevado valor acrescentado para a UE (por exemplo, automóveis elétricos).

Uma outra consequência do desfasamento entre a China e os EUA que ameaça a saúde de uma maior globalização, é a política industrial e de subsídios agressiva de ambos os países, que pode adular a concorrência com a indústria dos outros países.

No caso dos EUA, os grandes estímulos públicos para impulsionar as indústrias verdes e digitais³ estão a provocar uma forte retoma do investimento na indústria manufatureira, que, mesmo em termos de volume em relação ao PIB, atingiu um máximo de duas décadas. Esta recuperação do investimento está a ser orientada para a construção de novas fábricas na indústria eletrónica, o que deverá apoiar um crescimento contínuo da produtividade nos próximos anos.

Na China, a política industrial concentra-se no aumento da produção de automóveis elétricos, o que lhe permite conquistar uma forte quota de mercado na Europa. Esta situação já está a causar tensões comerciais e, de facto, a Comissão Europeia acaba de anunciar que vai abrir uma investigação sobre os subsídios públicos à produção de veículos eléctricos na China, que poderão estar a distorcer

3. Organizado em três leis principais: a *Inflation Reduction Act*, a *Chips and Science Act* e a *Infrastructure Investment and Jobs Act*.

Efeitos da política industrial: investimento na indústria manufatureira nos EUA

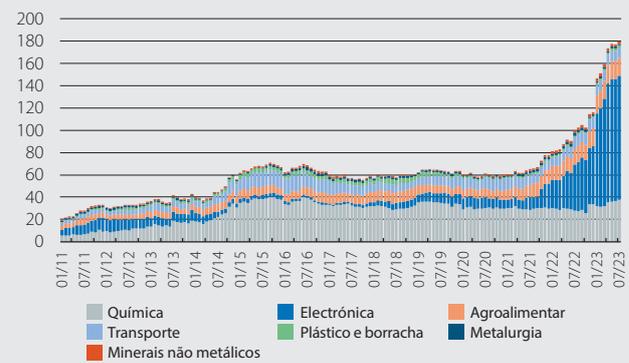
(% do PIB)



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

Despesas com a construção de fábricas e instalações de produção na indústria manufatureira nos EUA

(Milhares de milhões de dólares)



Nota: Inclui todos os edifícios e estruturas em locais de fabrico, excluindo edifícios de escritórios e armazéns.

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

o mercado da UE. Em caso afirmativo, a UE poderia impor tarifas mais elevadas (atualmente 10%) aos automóveis chineses, num sinal dos riscos que a utilização descoordenada de subsídios públicos para o desenvolvimento industrial representa para a globalização (entre outros problemas).

Apesar de os dados do comércio global não revelarem ainda uma desglobalização radical, mas antes um abrandamento gradual resultante do esgotamento esperado de um processo de abertura dos mercados, há cada vez mais indícios que apontam para uma fragmentação crescente da economia mundial nos últimos trimestres. E embora esta fragmentação possa ter efeitos benéficos nalgumas das regiões do mundo menos envolvidas na globalização até agora, como a América Latina, evitando assim uma queda significativa nos dados comerciais agregados, o seu efeito ainda não se fez sentir plenamente. O que parece claro é que a globalização está a sofrer mutações. O

comércio de produtos manufaturados não continuará a expandir-se nas regiões onde o fez durante os últimos 30 anos, embora o comércio de serviços possa ainda expandir-se consideravelmente. Ou, pelo menos, poderia, se o mercado global se mantivesse relativamente unificado e ligado, algo que é cada vez mais duvidoso.

Produção e exportação de automóveis elétricos na China

(Milhões de veículos)



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

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Atividade									
PIB real	5,8	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,4	9,3	7,5	5,9	3,3	4,7	3,6	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	102,2	104,2	105,5	106,1	114,0	108,7	103,0
Produção industrial	4,4	3,4	3,5	1,8	1,3	1,0	0,0	0,2	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	52,2	49,1	48,3	47,8	46,4	47,6	49,0
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.446	1.405	1.375	1.378	1.447	1.283	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	307	310	304	303	302	313,7	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	–3,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	60,0	60,0	60,1	60,2	60,4	60,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,8	–3,7	–3,6	–3,5	–3,1	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,3	7,1	6,7	6,3	3,2	3,7	...
Taxa de inflação núcleo	3,6	6,2	6,3	6,0	5,7	5,6	4,7	4,3	...

JAPÃO

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Atividade									
PIB real	2,2	1,0	1,5	0,4	2,0	1,6	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	31,0	30,4	30,7	31,2	37,1	36,2	35,2
Produção industrial	5,8	0,0	3,7	0,7	–1,8	–1,8	–2,4	–3,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	8,0	7,0	1,0	5,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,7	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,0	–3,8	–4,0	–4,0	–3,0	–2,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	2,9	3,9	4,1	3,9	3,3	3,1	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	1,5	2,8	3,0	3,2	4,3	4,3	...

CHINA

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	3,9	2,9	4,5	6,3	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	–0,8	3,5	–2,7	5,8	...	2,5	4,6	...
Produção industrial	9,3	3,4	4,8	2,8	3,2	4,5	3,7	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,5	48,1	51,5	49,0	49,3	49,7	50,2
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	896	913	896	943	940	916,6	903,6	...
Exportações	30,0	7,1	10,0	–6,8	0,1	–5,4	–15,4	–9,5	...
Importações	30,0	0,8	0,1	–6,7	–7,0	–6,7	–12,3	–7,3	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	2,7	1,8	1,3	0,1	–0,3	0,1	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	...
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,9	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	7,3

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	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	1,0	-0,5	-2,5	-2,4	-2,0	-1,0	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,9	2,2	3,4	2,0	0,3	-1,1	-2,2	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-15,1	-16,0	-17,8
Sentimento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	94,6	93,6	93,3
PMI indústrias	60,2	52,1	49,3	47,1	48,2	44,7	42,7	43,5	43,4
PMI serviços	53,6	52,1	49,9	49,0	52,8	54,4	50,9	47,9	48,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,5	...	1,9	1,6	1,6	1,3	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,2	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	8,0	7,9	7,9	7,6	7,5	7,3	...
PIB real (variação homóloga)	5,8	3,4	2,3	1,7	1,1	0,5	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	3,3	1,9	1,2	0,8	-0,3	-0,1	-	-	-
França (variação homóloga)	6,8	2,6	1,2	0,7	0,8	1,0	-	-	-
Itália (variação homóloga)	7,3	3,9	2,5	1,5	2,0	0,4	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Inflação geral	2,6	8,4	9,3	10,0	8,0	6,2	5,3	5,2	4,3
Inflação núcleo	1,5	3,9	4,4	5,1	5,5	5,5	5,5	5,3	4,5

Setor externo

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

	2021	2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Balança corrente	3,1	-0,9	-0,4	-0,9	-0,6	0,0	0,5	...	...
Alemanha	7,7	4,2	4,7	4,2	4,4	5,1	7,1	...	...
França	0,4	-2,0	-1,2	-2,0	-1,9	-1,8	-2,3	...	...
Itália	3,1	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0	-0,4	-0,2	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,9	89,0	91,8	93,1	94,3	95,9	95,9	95,1

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	3T 2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	07/23	08/23	09/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	8,4	7,9	5,7	3,9	2,2	0,6	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,5	4,0	3,2	2,1	1,3	1,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,8	2,9	3,8	4,5	4,9	5,0	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	2,1	2,9	3,7	4,3	4,6	4,7	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,8	6,3	6,3	1,4	-3,9	-8,1	-10,5	-11,9	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	5,3	12,0	17,6	22,5	23,9	23,7	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	4,1	7,5	19,3	21,9	21,1	20,4	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,4	1,1	1,9	2,5	2,8	3,0	...

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

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