

Alemanha: porque é que a locomotiva europeia está a perder força?

- A economia alemã entrará provavelmente em recessão neste trimestre devido ao choque de incerteza global, que está a afetar o seu setor externo e à crise no setor automóvel.
- A desaceleração do PIB dos principais parceiros comerciais da Alemanha representa 70% da queda das suas exportações e um terço da queda da sua produção industrial.
- A Alemanha tem sido mais prejudicada do que os seus vizinhos europeus devido à desaceleração do comércio internacional, pois é uma economia mais aberta e mais integrada nas cadeias de valor globais.

Após crescer 2,8% em 2017, a Alemanha desacelerou acentuadamente em 2018 e, nos últimos quatro trimestres, o crescimento anual registou apenas uma média exígua de 0,8%. De facto, no 2T o crescimento situou-se em terreno negativo e tudo indica que esta tendência se manteve no 3T, o que significa a entrada em recessão técnica. A seguir analisamos o porquê.

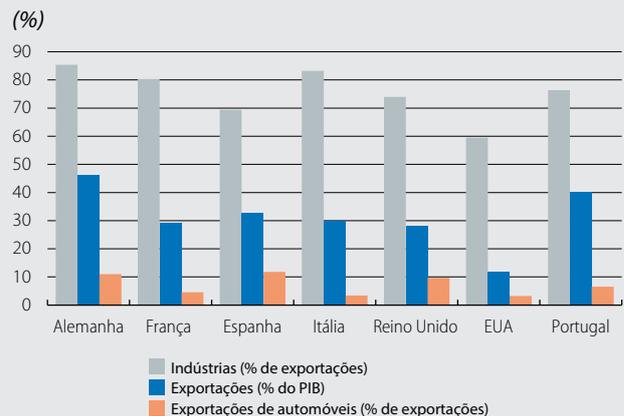
A desaceleração alemã

Dois choques adversos – um global e um setorial – atingiram a economia alemã.

- **O aumento da incerteza a nível global** (após o conflito comercial entre os EUA e a China, mas também devido às tensões na Europa como o *Brexit* ou as desavenças entre Itália e a Comissão Europeia) causou uma desaceleração do comércio internacional que afetou as exportações alemãs (desaceleração média de 3,0 p.p. nos últimos quatro trimestres em comparação com o primeiro semestre de 2018). Além disso, a deterioração do setor industrial foi significativa, em grande parte devido a uma elevada dependência externa (59% das indústrias alemãs são exportadoras, de acordo com os dados da OCDE), deixando a Alemanha mais exposta a mudanças no ciclo industrial global.
- A sensibilidade dos setores externo e industrial da Alemanha à procura global é bem ilustrada pelo facto de que **o crescimento das exportações e da produção industrial começou a diminuir coincidindo com a desaceleração do crescimento dos principais parceiros comerciais**, tendo seguido uma evolução semelhante (ver o segundo gráfico). Assim, a desaceleração do PIB dos seus principais parceiros explica 70% da desaceleração das exportações e um terço da queda na produção industrial.
- Quando analisamos as exportações alemãs para os seus principais parceiros comerciais no decorrer deste ano (ver o terceiro gráfico), observamos que **as contrações mais significativas** ocorreram em duas economias especialmente afetadas pela elevada incerteza: o **Reino Unido e Itália**.¹ No caso do Reino Unido, a acumulação de existên-

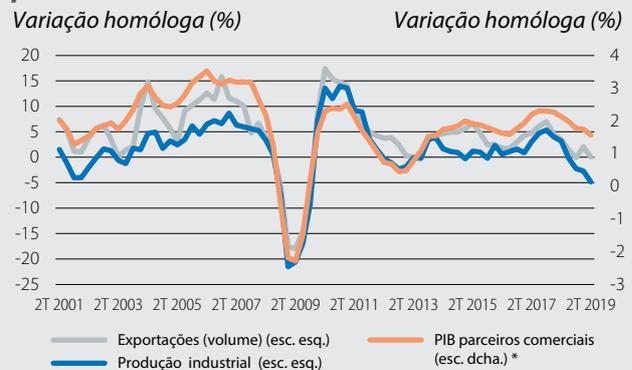
1. No caso de Espanha, a queda no setor automóvel, afetado por mudanças regulamentares no setor, é a causa principal: 20% das exportações alemãs para Espanha são de automóveis (e respetivas componentes), sendo que as mesmas caíram 9,3% homólogo no acumulado de janeiro a junho.

Importância das indústrias e do automóvel no setor externo



Nota: Dados de 2018. As exportações são de bens (excluímos os serviços).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Mundial e do «World Factbook».

Alemanha: exportações e PIB dos seus parceiros comerciais



Nota: * Média ponderada do crescimento do PIB dos principais parceiros comerciais da Alemanha.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, Oxford Economics e do Gabinete de Estatística Federal da Alemanha.

cias no 1T para fazer face a um possível *Brexit* sem acordo explica a queda homóloga de 20% nas exportações alemãs em abril e maio.

- **Ao mesmo tempo, outro choque afetou o setor automóvel, que representa 5% do PIB alemão** é o facto de ser o setor industrial mais interligado aos restantes setores. Especificamente, os ajustamentos de produção para se adaptar às novas regulamentações de emissões de automóveis que entraram em vigor na UE em setembro de 2018 e uma diminuição na procura global de automóveis

(em grande parte devido a uma atitude de *wait and see* por parte dos consumidores devido à incerteza regulatória e à expectativa de carros híbridos e elétricos mais baratos graças aos avanços tecnológicos) causaram uma queda significativa na produção de veículos e nas exportações de carros alemães, que representam 11% da totalidade das exportações da Alemanha, bem acima da maior parte das economias da Zona Euro.

- Por sua vez, o consumo e o investimento estão a desacelerar nos últimos trimestres, embora a um ritmo muito mais ligeiro do que o setor externo (por exemplo, o consumo privado cresceu 0,3% em cadeia nos dois primeiros trimestres de 2019 em comparação com os 0,4% de 2017-2018 e o investimento cresceu 0,4% no primeiro semestre de 2019 em comparação com 1,0% em 2017-2018). Assim, apesar da procura interna continuar a ser resiliente graças ao dinamismo do mercado de trabalho e às condições financeiras acomodáticas, se estes choques persistirem durante mais tempo do que o previsto, poderíamos começar a ver uma desaceleração mais acentuada destas componentes.

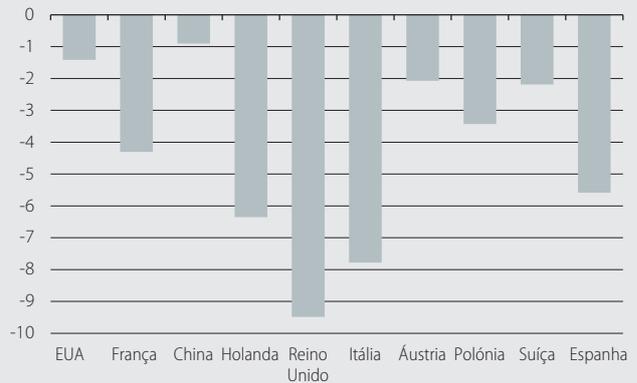
Porquê a Alemanha?

- A Alemanha é uma economia muito mais aberta do que as restantes principais economias europeias e mais integrada nas cadeias de valor globais. Portanto, a incerteza global penaliza-a em maior medida. As evidências históricas mostram que o grau de sensibilidade das exportações a um *choque* de incerteza global de dimensões idênticas ao desencadeado nos últimos meses é claramente maior na Alemanha do que noutras economias como França, Espanha ou Portugal. Os resultados mostram que o **impacto negativo é muito maior nas exportações alemãs** sendo significativo neste caso concreto (ver o quarto gráfico).
- O setor industrial alemão está mais orientado para o exterior do que as restantes economias da Zona Euro, razão pela qual é o mais afetado pela desaceleração das exportações. As evidências históricas mostram que, na Alemanha, uma desaceleração nas exportações transmite-se com maior intensidade para a atividade industrial (ver o quinto gráfico).
- Outro fator, um pouco mais subtil, é que **Alemanha está numa fase mais madura do ciclo de expansão**, ou seja, o seu crescimento provavelmente diminuirá. Alguns indicadores do mercado de trabalho apoiam esta visão: por exemplo, o **rácio de vagas**² que mostra que a pressão

2. O rácio de vagas mede a fração do número total de empregos na economia que estão disponíveis (ou seja, que foram criados recentemente ou que ainda não foram preenchidos. Portanto, o empregador está em procura ativa para os preencher imediatamente ou por um período de tempo determinado). Uma proporção mais elevada indica que as empresas têm mais dificuldade em preencher as suas vagas, o que sugere uma maior tensão no mercado de trabalho (por exemplo, se o mercado de trabalho está em pleno emprego ou se existem incompatibilidades estruturais para ligar a procura e a oferta).

Alemanha: exportações para os 10 principais parceiros comerciais

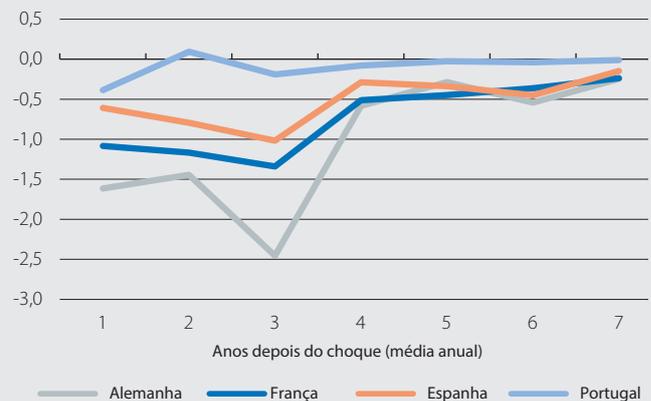
Variação homóloga (janeiro-maio 2019, %)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Direção de Estatísticas de Comércio (DOTS) do FMI.

Resposta do crescimento das exportações a um choque de incerteza global

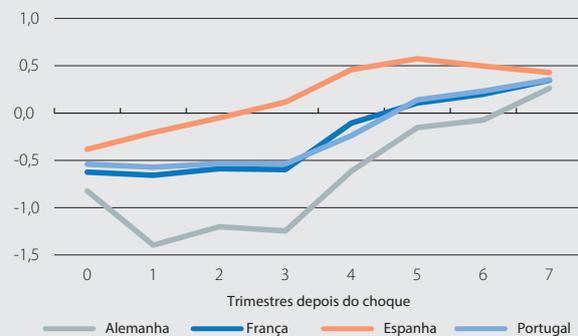
(p. p.)



Nota: * É estimado um vetor autorregressivo de sexta ordem que inclui dados trimestrais do índice de incerteza global da Baker, Bloom e Davis, o deflator mundial do PIB para bens exportados e o crescimento homólogo das exportações do país. Simulamos um choque exógeno que aumenta a incerteza global em 100 pontos (o aumento observado entre o 3T 2018 e o 2T 2019 em comparação com os dois primeiros trimestres de 2018).

Resposta do crescimento da produção industrial a um choque adverso sobre as exportações

(p. p.)



Nota: É estimado um vetor autorregressivo de sexta ordem que inclui dados trimestrais sobre o crescimento das exportações, PMI das indústrias, crescimento da produção industrial e PMI dos serviços (para Portugal não incluímos os PMI, pois não existem). Choque sobre o crescimento das exportações de desvio padrão médio (equivalente a uma desaceleração de 3,0 p.p., que é observado na Alemanha). O impacto é significativo em 95% para todos os países nos primeiros trimestres.

Fonte: BPI Research.

no mercado de trabalho é muito maior na Alemanha (3,3%) do que em países como França (1,3%), Itália (1,2%), Espanha (0,9%) ou Portugal (1,0%). Outro indício da maturidade do ciclo é o crescimento salarial, mais acentuado na Alemanha (3,2% no 2T 2019, em comparação com 2,7% no conjunto da Zona Euro).

Perspetivas: e de agora em diante?

- A incerteza em torno dos conflitos geopolíticos não dá sinais de desaparecer a curto prazo, razão pela qual **a economia alemã vai continuar a mostrar debilidade até ao fim do ano**. Um elemento que deve ser considerado é que, de acordo com as nossas previsões, **o crescimento dos parceiros comerciais alemães estabilizará**, podendo resultar numa recuperação modesta das exportações nos próximos trimestres.
- A relativa resiliência da procura interna e a força de um mercado de trabalho em pleno emprego (a taxa de desemprego de 3,0% está em valores mínimos históricos), sugerem que se a incerteza se atenuar, a Alemanha recuperará a partir de 2020.
- A chave será a persistência dos fatores que estão a afetar o setor externo e industrial: se durarem mais tempo do que o esperado, as componentes de suporte poderão desgastar-se. Neste sentido, não devem ser ignorados **alguns sinais que o mercado de trabalho já está a dar**: de acordo com o Instituto Económico de Investigação de Munique (IFO), 8,5% das indústrias reduziram as horas de trabalho dos seus trabalhadores nos últimos meses e o índice que mede as intenções das empresas para fazer novas contratações de pessoal está no seu nível mais baixo desde 2013.

Alemanha: mercado de trabalho



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

- Se for necessário, a Alemanha possui margem fiscal para um estímulo importante (de acordo com o ministro das Finanças, pode chegar a 50.000 milhões de euros, 1,4% do PIB). Com um saldo fiscal que pode fechar 2019 com um superavit de cerca de 1,0% do PIB, a Alemanha possui margem suficiente para aumentar os investimentos que apoiam não só o crescimento a curto prazo, como também a competitividade da economia a médio e longo prazo. Por exemplo, através de melhorias importantes em infraestruturas chave e no apoio à transição energética do setor industrial e automóvel, em particular.