

## Atividade internacional: à espera que a imunização acelere

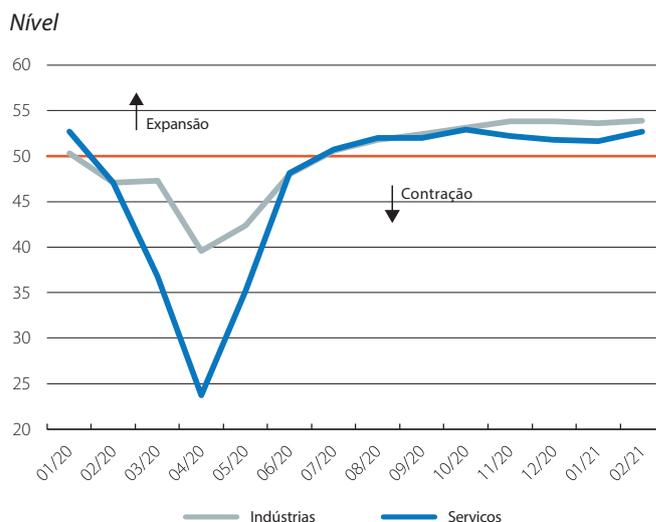
A pandemia da COVID-19 continua a ser o grande elemento determinante do cenário económico em 2021. Com a exceção destacada da China, no início deste ano a atividade das grandes economias internacionais continua abaixo do nível anterior à pandemia e permanece prejudicada pelas restrições necessárias para conter as infeções. No entanto, nos últimos meses as principais economias mundiais têm sido mais resilientes, sendo disto testemunhas no 4T 2020 valores do PIB ligeiramente mais positivos que os previstos no meio de uma vaga de infeções. Da mesma forma, os indicadores de sentimento empresarial do PMI refletem que nos primeiros meses de 2021 a economia mundial manteve a sua resiliência perante a afetação da pandemia sendo que, em janeiro e fevereiro, se situaram em níveis semelhantes aos do 4T 2020, ligeiramente acima dos 50 pontos, limite que separa a zona de contração da zona de expansão. Esta resiliência denota o caráter mais limitado das restrições, o que desacelera menos o setor industrial, e uma certa capacidade de adaptação das economias, para além do apoio de políticas económicas e do ambiente financeiro acomodaticio. Nos próximos trimestres, é de esperar que com o avanço das vacinações e, principalmente, quando for possível imunizar os grupos de risco, a menor pressão sobre o sistema de saúde permitirá o desencadear de uma reativação económica mais sustentada.

**A recuperação enfrenta riscos elevados... e incertos.** Embora a última vaga de infeções por SARS-CoV-2 tenha começado a diminuir em fevereiro, na maior parte dos países a vacinação ainda tem um longo caminho a percorrer, sendo que as variantes mais infecciosas do vírus representam um risco para o desempenho económico a curto prazo. Além disso, o mapa de riscos a médio prazo é complexo. Por um lado, o apoio às políticas económicas continua a ser fundamental para evitar a destruição do tecido produtivo que poderá ocorrer no caso de uma retirada prematura das medidas de estímulo. Por outro lado, quando a recuperação económica ganhar velocidade, o aumento da procura e a poupança estagnada devido à pandemia poderão criar tensões se chocarem com estrangulamentos nas cadeias produtivas. Estas tensões deverão diminuir à medida que as economias normalizarem, mas num contexto de fortes expansões monetárias e fiscais, a combinação de recrudescimentos nos primeiros dados da inflação deste ano e a apresentação de um novo e significativo estímulo fiscal nos EUA criou receios de sobreaquecimento e afetou algumas cotações financeiras, como é possível observar em detalhe na secção de mercados financeiros.

## ECONOMIAS AVANÇADAS

**A Administração Biden intensifica o estímulo fiscal nos EUA.** No final de fevereiro, a Câmara de Representantes aprovou a proposta de um novo pacote de ajuda contra a COVID-19 apresentada pelo presidente Biden em janeiro, no valor de 1,9 biliões de dólares, a qual, se o Senado a ratificar, se somará aos 0,9 biliões aprovados em dezembro (atingindo cerca de 15% do PIB). A pro-

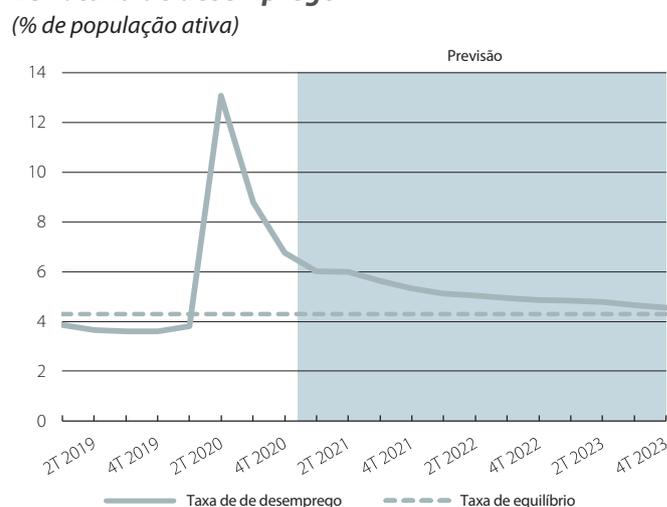
### Mundo: índice PMI



### Oferta monetária: agregado M2



### EUA: taxa de desemprego



posta provocou um debate entre economistas proeminentes, com especialistas como Olivier Blanchard e Larry Summers que alertaram para o facto de que poderá acarretar riscos inflacionários. Por sua vez, a secretária do Tesouro norte-americano e ex-presidente da Fed, Janet Yellen, reconheceu os riscos de inflação mas defendeu que atualmente o maior risco assenta em não se fazer o suficiente por uma economia «ferida» pela pandemia. Neste contexto, as expectativas de inflação dos mercados financeiros mostraram volatilidade em fevereiro, enquanto a inflação geral permaneceu estável em 1,4% em janeiro.

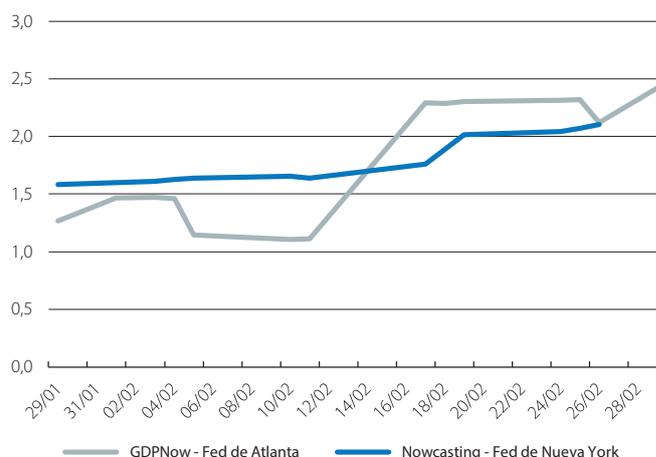
**A atividade norte-americana avança.** Os dados disponíveis indicam que a economia dos EUA continua a crescer no primeiro trimestre do ano. Especificamente, em janeiro e fevereiro, os índices de sentimento empresarial PMI e ISM mantiveram-se em níveis indicativos de crescimento da atividade económica (ou seja, acima do limite dos 50 pontos), tanto no setor industrial como no setor dos serviços (ISM de fevereiro em 60,8 e 55,3 pontos para as indústrias e serviços, respetivamente). Da mesma forma, os indicadores mostram também um mercado de trabalho que continua a recuperar empregos a um ritmo expressivo, embora a taxa de desemprego permaneça acima de 6% (ainda distante dos 3,5% registados antes da eclosão da COVID-19). Assim, no final de fevereiro, os modelos de projeção a curto prazo sugeriam que o PIB dos EUA poderá avançar cerca de +2% em cadeia no 1T 2021 (embora ainda não incluam o impacto que a tempestade de inverno poderá ter causado em muitos estados do sul).

**Estando um passo atrás, a economia europeia resiste.** Na Zona Euro, os indicadores económicos refletem uma atividade resiliente, mas mais condicionada pelas restrições da COVID-19 do que nos EUA. Em janeiro, as vendas a retalho contraíram 5,9% em comparação com dezembro de 2020 (-6,4% relativamente a janeiro de 2020), uma queda superior à esperada pelo consenso dos analistas, enquanto a taxa de desemprego se manteve estável em 8,1% (+0,7 p.p. em comparação com os 7,4% de janeiro de 2020, um aumento muito contido devido aos programas de ajustamento temporário de emprego "Layoff" que as economias europeias continuam a implementar). Por sua vez, em fevereiro o índice PMI composto de sentimento empresarial situou-se em terreno de ligeira contração (48,8 pontos), afetado pelas dificuldades dos serviços (45,7 pontos, também abaixo do limite dos 50 pontos que distingue a recessão da expansão), enquanto as indústrias continuaram a expandir (57,9 pontos). Estes índices de sentimento indicaram alguma heterogeneidade de atividade entre os países, com um melhor desempenho na Alemanha que nas restantes grandes economias da Zona Euro.

**A volatilidade abala a inflação na Zona Euro.** O índice de preços da Zona Euro surpreendeu com uma recuperação significativa e generalizada nos primeiros dois meses do ano. A inflação geral aumentou +1,2 p.p. em janeiro, para 0,9% homólogo, tendo-se estabilizado em fevereiro, enquanto a inflação subjacente (que exclui as componentes mais voláteis) também aumentou robustamente, para 1,4% em janeiro (+1,0 p.p., a maior subida da série histórica) e 1,1% em fevereiro. Este forte aumen-

### EUA: previsões do PIB 1T 2021

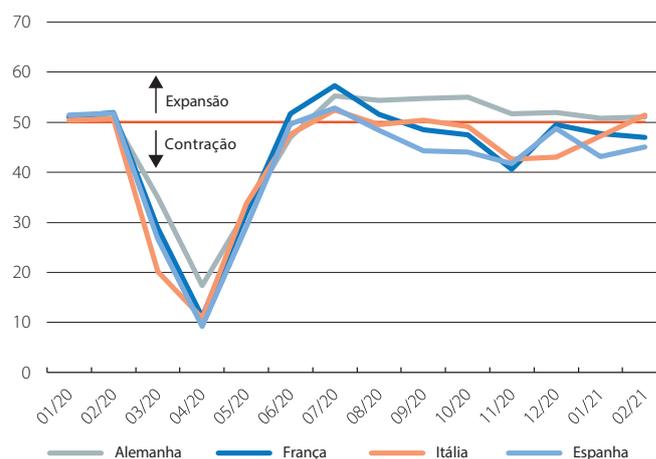
Varição em cadeia (%)



**Nota:** Evolução no tempo da previsão de crescimento do PIB de acordo com vários modelos.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados das Reservas Federais de Atlanta e de Nova Iorque.

### Zona Euro: índice PMI composto

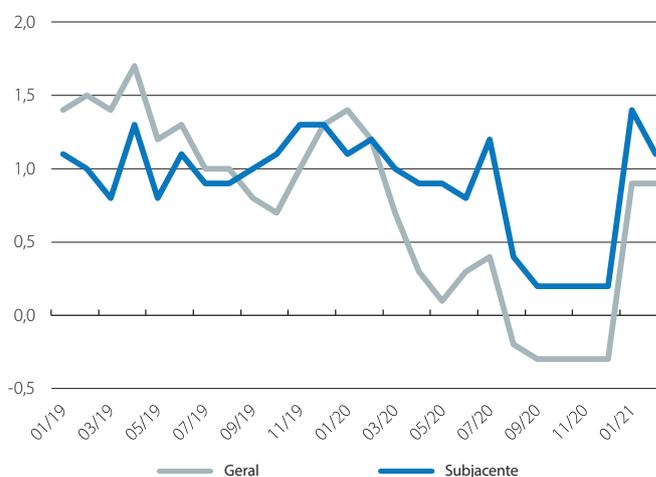
Nível



**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Markit.

### Zona Euro: índice de preços no consumidor (harmonizado)

Varição homóloga (%)



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

to não reflete um aumento nas pressões inflacionárias subjacentes, visto ser causado por uma confluência de fatores relacionados com pandemia, como o atraso na época de saldos em janeiro, maiores pesos no cabaz de preços (influenciados pelos bens e serviços que sofreram um maior consumo e inflação em 2020) ou o IVA da Alemanha (desde janeiro que a taxa fiscal deste imposto regressou ao mesmo nível antes da pandemia, sendo que a sua descida temporária em julho passado criou um efeito de base que fez com que a inflação descresse no segundo semestre de 2020). Estes elementos, e outros semelhantes (como um efeito de base devido aos preços baixos do petróleo registados na primavera de 2020), farão com que a inflação europeia seja volátil em 2021. No entanto, estes fatores não deverão condicionar o BCE na medida em que se dissiparão com a normalização da economia.

**Contração de 4,8% do Japão em 2020.** O PIB japonês aumentou 3,0% em cadeia no 4T 2020 (-1,2% homólogo), um número significativo, especialmente após a recuperação acentuada registada no 3T (+5,3% em cadeia). Apesar destes dois trimestres de forte crescimento, o total anual foi de -4,8%. Convém lembrar que o “choque” económico da COVID-19 surgiu num momento de fragilidade do país, pois a economia sofreu os efeitos negativos sobre a atividade devido ao aumento do IVA e aos devastadores tufões no final de 2019. Para o 1T 2021, o agravamento da pandemia e as restrições à atividade e mobilidade poderão resultar numa ligeira queda na atividade económica japonesa.

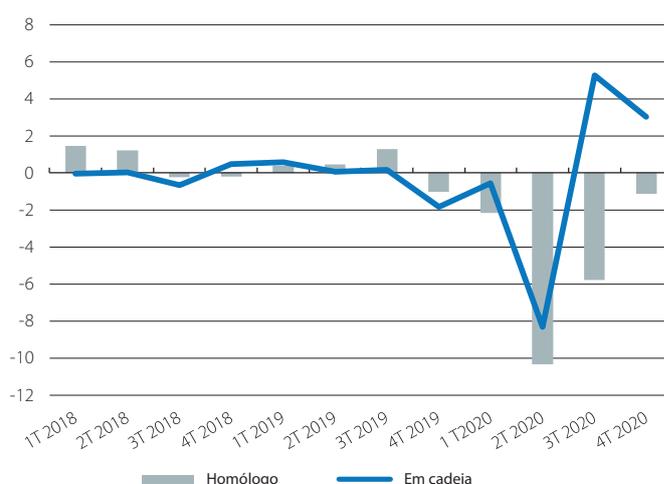
### ECONOMIAS EMERGENTES

**A China está alguns passos à frente.** A pandemia continua a ser rigidamente controlada na China e os dados mostram que o surto de infeções nalgumas províncias em janeiro foi rapidamente reprimido pelas autoridades. Este controlo da COVID-19 permitiu que o PIB chinês ultrapassasse os níveis anteriores à pandemia há vários trimestres e, embora com a celebração do Ano Novo Lunar a publicação de dados económicos tenha sido relativamente escassa em fevereiro, os indicadores continuam a mostrar uma atividade dinâmica. Neste contexto de robustez, as autoridades anunciaram recentemente uma meta de crescimento do PIB («acima de 6% em 2021») que deverá ser facilmente alcançada devido ao efeito de base da própria pandemia (por exemplo, na média do 1T e do 2T 2021, o crescimento do PIB poderá ser de cerca de 10% homólogo, quando calculado em relação a níveis do PIB que sofreram importantes retrocessos no 1T e 2T 2020).

**Divergência entre outras economias emergentes.** Na totalidade de 2020, a Turquia surpreendeu com um crescimento positivo de 1,8%, o que a torna num dos poucos países emergentes que conseguiu evitar a recessão. Em fevereiro, também foi divulgado que a Rússia e o Brasil resistiram à pandemia melhor que outras economias emergentes (no conjunto de 2020, o seu PIB contraiu 3,1% e 4,1%, respetivamente), enquanto o PIB da Índia sofreu uma forte queda de 7,0%. É importante lembrar que, durante o 2T 2020, a Índia foi uma das economias mais afetadas pela pandemia, com uma queda acentuada da atividade económica e com estímulos insuficientes.

### Japão: PIB

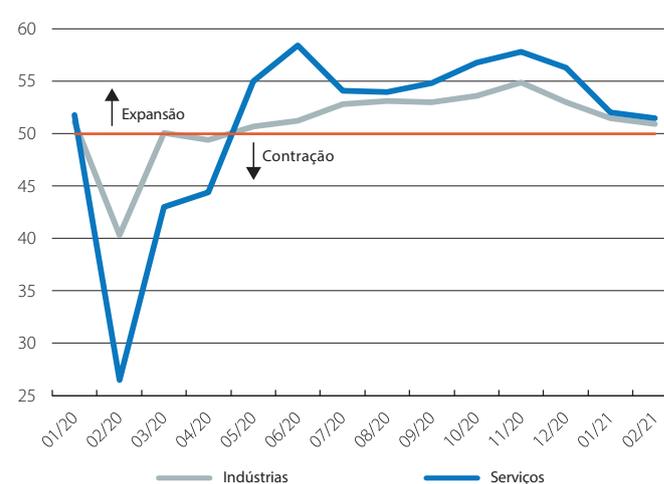
Varição (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Gabinete do Japão.

### China: índice PMI

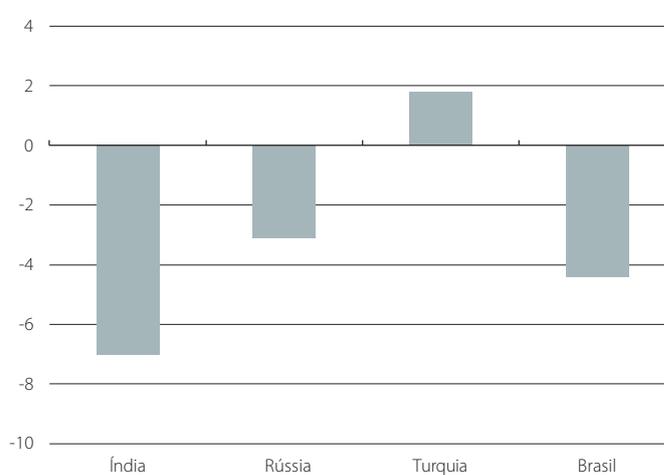
Nível



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

### Economias emergentes: PIB 2020

Varição anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos institutos de estatística dos países respetivos.

## Regras fiscais europeias: abaixo de 60%?

- Existe um amplo consenso sobre a necessidade de reformar as regras fiscais europeias, demasiado complexas, pouco previsíveis e não suficientemente sensíveis ao estado do ciclo económico.
- De facto, a crise da COVID-19 obrigou a suspendê-las, sendo que a Comissão está a debater a sua reforma.
- A conceção de regras fiscais deverá considerar todos os fatores que afetam a sustentabilidade da dívida e ser suficientemente flexível para permitir o papel estabilizador da política fiscal.

As regras fiscais europeias, que ditam o défice e a dívida máxima que os países europeus podem ter, foram suspensas em março de 2020 (pelo menos até finais de 2021) devido à crise da COVID-19.

Como já explicámos num dos Focus do ano passado<sup>1</sup>, antes desta crise já havia consenso de que as regras não eram adequadas (inclusivamente após várias reformas ao longo dos anos) e, no início de 2020, a Comissão Europeia tinha dado início a um processo de debate com o objetivo de as reformar. Se as regras, cujo elemento principal é um teto de dívida pública de 60% do PIB, já eram inadequadas antes da pandemia, esta última crise tornou-as claramente obsoletas. De facto, estima-se que em 2020 a dívida pública da Zona Euro tenha superado 100% do PIB do bloco, enquanto nalguns países atingiu rácios de cerca de 120% (Espanha) ou inclusivamente de 160% (Itália). Perante níveis de dívida tão elevados, as regras fiscais atuais exigiriam um esforço fiscal enorme e sustentado no tempo para muitos países (ver o primeiro gráfico). Por exemplo, para um país com uma dívida pública de 160% do PIB, serão necessários superávits primários superiores a 3% do PIB durante os próximos 20 anos. Mesmo num cenário relativamente favorável de crescimento e taxas de juro, um esforço fiscal pouco viável e talvez inclusivamente contra-producente, pois resultará num grande obstáculo para o crescimento.

### A sustentabilidade da dívida não pode ser reduzida apenas a um número

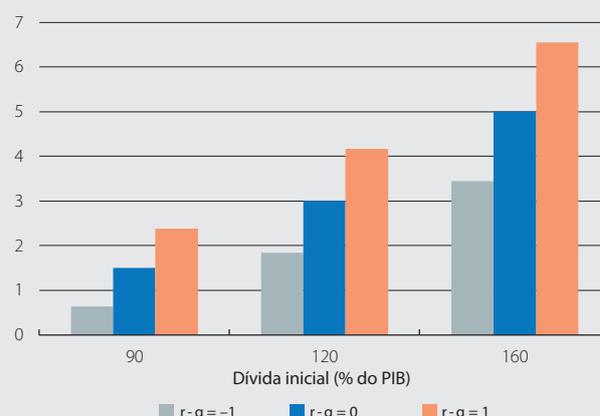
O exemplo anterior ilustra o problema fundamental das regras fiscais europeias: a utilização de critérios de dívida e défices que não variam, nem segundo o país nem ao longo do tempo e não consideram possíveis alterações nos fatores que determinam a sustentabilidade da dívida. Esta caracterização é muito simplista, dado que o nível de dívida e do défice não são os únicos fatores que determinam a sustentabilidade da dívida pelo menos por quatro razões.

Primeira, a sustentabilidade da dívida depende não só do seu nível em percentagem do PIB e do défice, mas também do crescimento futuro e das taxas de juro. Por exemplo, em Itália o rácio da dívida continuou a aumentar devi-

1. Ver o Focus «Rumo à reforma das regras fiscais europeias?», na IM03/2020, onde destacamos que as regras eram demasiado complexas, pouco previsíveis e não o suficientemente sensíveis ao estado do ciclo económico.

### Saldos primários necessários para a redução da dívida para 60% do PIB em 20 anos (com vários pressupostos sobre o crescimento e sobre as taxas de juro)

Saldo primário necessário (% do PIB)



**Nota:**  $r$  é a taxa de juro média da dívida pública,  $g$  é o crescimento nominal do PIB e  $r-g$  é a diferença entre estas duas variáveis. Os pressupostos para  $r-g$  foram escolhidos para ilustrar vários cenários. Em 2019,  $r-g$  era igual a  $-1,96\%$  na Alemanha,  $-1,81\%$  em França,  $-0,82\%$  em Espanha,  $-0,63\%$  em Portugal e  $0,25\%$  em Itália, de acordo com o Eurostat e as previsões de crescimento do PIB do Fundo Monetário Internacional. O saldo fiscal primário  $pb_t^*$  necessário para reduzir o rácio da dívida  $d_t$  para um objetivo  $d^*$  em  $n$  anos é calculado da seguinte forma:

$$pb_t^* = \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \frac{1}{n} (d_{t-1} - d^*)$$

onde  $r_t$  e  $g_t$  são pressupostos de taxas de juro e de crescimento.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e do Fundo Monetário Internacional.

do a um crescimento fraco e uma alta carga de juros apesar do país ter mantido um superavit fiscal primário quase ininterruptamente nos últimos 25 anos (ver o segundo gráfico). Por outro lado, num caso em que a taxa de juro da dívida é inferior ao crescimento nominal do PIB, um país que tenha défices poderá ver reduzido o seu rácio de dívida.

Segunda, existem incertezas sobre o crescimento e as futuras taxas de juro. Especificamente, um determinado saldo primário poderá deixar de ser suficiente para estabilizar o rácio de dívida se as taxas de juro aumentarem ou se cair o crescimento. Embora neste momento nos encontremos numa situação de taxas de juro baixas, os fatores por detrás deste fenómeno são complexos e a sua evolução é incerta, pelo que não se deve menosprezar a possibilidade que a descida das taxas de juro das últimas décadas se reverta com implicações fiscais importantes.

Terceira, o esforço fiscal viável depende de muitos fatores, como o tipo de Governo, o nível de pressão fiscal do qual se parte e muitas mais considerações políticas, económi-

**Itália: saldo fiscal primário (% do PIB)**

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

cas e sociais. Como consequência, um nível de dívida que é sustentável num país pode não o ser noutro se isso lhe exigir um esforço fiscal pouco viável (lembremo-nos das perguntas sobre a viabilidade política e económica do esforço fiscal que era pedido à Grécia para receber ajudas europeias, que exigiam um saldo primário elevado durante mais de 20 anos).

Quarta, a confiança dos investidores é também importante para a sustentabilidade da dívida. O ambiente atual, de taxas de juro baixas e de vencimentos longos da dívida, favorece a confiança dos investidores pois faz com que a carga desta dívida (em termos de fluxos de pagamentos) seja suportável. No entanto, uma perda de confiança por parte dos investidores sobre a capacidade de um país pagar a sua dívida poderá resultar numa tensão das taxas de juro e numa «profecia que se cumpre a si própria» à medida que os aumentos das taxas de juro retroalimentam o aumento da dívida para níveis insustentáveis<sup>2</sup>. Embora o BCE nalguns casos possa evitar estas situações, não pode eliminar as diferenças na credibilidade da política fiscal de vários países.

Estes quatro elementos mostram que a sustentabilidade da dívida não deverá ser reduzida apenas a um número. A sua avaliação é mais complexa, está repleta de nuances e deve considerar muitos outros fatores, como o crescimento e as taxas de juro esperadas, assim como outros fatores económicos, políticos e institucionais.

### Uma visão mais ampla da sustentabilidade nas regras fiscais

Se a sustentabilidade da dívida não se pode resumir apenas a um número, as regras fiscais também não deverão ser reduzidas quase totalmente a um objetivo de dívida.

2. A velocidade à qual os aumentos das taxas de juro resultam em aumentos da dívida, depende do perfil de vencimento da dívida: num país com dívida mais a longo prazo, este aumento ocorrerá de uma forma mais lenta.

**Itália: dívida pública (% do PIB)**

As regras fiscais deverão ter em conta todos os fatores que afetam a sustentabilidade mencionada neste artigo e deverão ser o suficientemente flexíveis para permitir o papel estabilizador da política fiscal (as regras tiveram que ser suspensas em 2020 precisamente porque não permitiram as medidas fiscais necessárias em relação à COVID-19).

No entanto, o limite de dívida de 60% do PIB está no Tratado da UE, sendo portanto difícil que o processo de revisão das regras fiscais o elimine. A não ser que se opte por uma alteração no Tratado (que é improvável), deverão ser encontradas formas de reduzir a importância deste limite, talvez, como propõe o European Fiscal Board<sup>3</sup>, mediante velocidades de correção distintas por países que tenham em conta todos os fatores importantes para a sustentabilidade da dívida. Não obstante, será um desafio conseguir esta visão mais holística da sustentabilidade sem perder transparência e previsibilidade nas regras. A transparência e a previsibilidade são importantes para uma aplicação e vigilância mais eficazes e para uma melhor compreensão das regras por parte da restante sociedade.

Contudo, esperamos que este debate seja muito importante em 2021 devido à urgência em reformar as regras antes que a sua suspensão acabe. O processo de reforma do quadro fiscal europeu (que originalmente devia acabar no final de 2020) foi interrompido pela COVID-19 e a Comissão ainda não decidiu uma nova data para o reiniciar, mas sem dúvida que o debate se intensificará ao longo do ano devido à sua importância. Neste novo mundo de dívida pública elevada na maior parte dos países europeus, as novas regras fiscais deverão impulsionar uma redução gradual da dívida para níveis mais seguros mas sem danificar a recuperação nem a transformação verde e digital da economia europeia. Será um equilíbrio difícil de atingir, mas não impossível.

3. Ver European Fiscal Board. «Annual Report 2020».

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

## ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,2	-3,5	0,3	-9,0	-2,8	-2,4	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,9	2,0	3,1	-4,9	5,3	4,7	5,5	2,2	7,6
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	127,3	90,0	93,1	93,8	92,9	87,1	88,9
Produção industrial	0,9	-6,6	-1,9	-14,2	-6,3	-4,2	-4,7	-3,2	-1,8
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	50,4	45,7	55,0	59,0	57,7	60,5	58,7
Habitções iniciadas (milhares)	1.295	1.396	1.484	1.079	1.432	1.588	1.553	1.680	1.580
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	228	222	224	229	239	239	242	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	3,8	13,1	8,8	6,8	6,7	6,7	6,3
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	60,7	52,9	56,1	57,4	57,4	57,4	57,5
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-2,7	-3,2	-2,6	-2,7	-2,9	-3,2	-3,1	-3,2	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	2,1	0,4	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	2,2	1,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4

## JAPÃO

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	0,3	-4,9	-2,1	-10,3	-5,8	-1,1	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	36,0	24,7	30,5	33,0	33,7	31,8	29,6
Produção industrial	-2,7	-10,3	-4,3	-20,5	-12,6	-3,5	-3,1	-4,2	-2,1
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-8,0	-34,0	-27,0	-10,0	-10,0	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	2,4	2,8	3,0	3,0	2,9	2,9	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,3
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,5	0,1	0,2	-0,8	-1,0	-1,2	-0,6
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,7	0,3	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	0,1

## CHINA

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
<b>Atividade</b>									
PIB real	6,0	2,3	-6,8	3,2	4,9	6,5	-	-	-
Vendas a retalho	8,1	-2,9	-18,2	-4,0	0,9	4,6	5,0	4,6	...
Produção industrial	5,8	3,4	-7,3	4,4	5,8	7,1	7,0	7,3	...
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	45,9	50,8	51,2	51,8	52,1	51,9	51,3
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	421	535	361	411	450	535	449	480	...
Exportações	0,5	3,6	-13,6	-0,2	8,4	16,7	20,6	18,1	...
Importações	-2,7	-1,1	-3,1	-9,9	2,9	5,0	3,9	6,5	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	5,0	2,7	2,3	0,1	-0,5	0,2	-0,3
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,9	6,9	7,0	7,1	6,9	6,6	6,6	6,5	6,5

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	2,4	-1,2	-1,2	-6,8	2,4	0,9	-2,2	0,6	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	-1,3	-8,6	-5,8	-20,2	-6,9	-1,7	-0,6	-0,8	...
Confiança do consumidor	-7,0	-14,3	-8,6	-18,5	-14,4	-15,6	-17,6	-13,8	-15,5
Sentimento económico	103,7	88,2	100,8	72,0	88,5	91,4	89,3	92,4	91,5
PMI indústrias	47,4	48,6	47,2	40,1	52,4	54,6	53,8	55,2	54,8
PMI serviços	52,7	42,5	43,8	30,3	51,1	45,0	41,7	46,4	45,4
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,2	...	0,4	-3,0	-2,1	...	...	-	-
<b>Taxa de desemprego</b> (% pop. ativa)	7,6	8,0	7,3	7,6	8,6	8,3	8,3	8,3	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	4,2	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5	4,6	...
França (% pop. ativa)	8,5	8,2	7,7	7,1	9,1	8,8	8,8	8,9	...
Itália (% pop. ativa)	9,9	9,1	9,2	8,5	9,6	9,1	8,8	9,0	...
<b>PIB real</b> ( <i>variação homóloga</i> )	1,3	-6,8	-3,2	-14,7	-4,3	-5,0	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	0,6	-5,3	-2,2	-11,3	-4,0	-3,6	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	1,5	-8,2	-5,6	-18,6	-3,7	-4,9	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	0,3	-8,9	-5,8	-18,2	-5,2	-6,6	-	-	-

## Preços

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Inflação geral	1,2	0,3	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,9
Inflação subjacente	1,0	0,7	1,1	0,9	0,6	0,2	0,3	0,2	1,4

## Setor externo

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
<b>Balança corrente</b>	2,4	2,4	2,1	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	...
Alemanha	7,1	7,1	7,1	6,8	6,9	7,1	7,0	7,1	...
França	-0,7	-2,3	-0,8	-1,4	-1,8	-2,3	-2,0	-2,3	...
Itália	3,0	3,6	3,2	3,0	3,5	3,6	3,5	3,6	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup></b> (valor)	92,4	93,9	91,2	93,4	95,6	95,7	95,2	96,1	96,3

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	3,8	6,3	3,9	7,1	7,1	7,0	6,9	7,1	7,0
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,4	3,2	3,6	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	8,0	12,9	9,3	12,9	14,1	15,2	15,1	16,3	17,1
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	-0,2	0,3	1,0	1,4	1,2	1,7	1,1
Instrumentos negociáveis	-1,9	10,1	3,8	7,2	11,0	18,3	15,5	25,0	18,2
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

**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.