

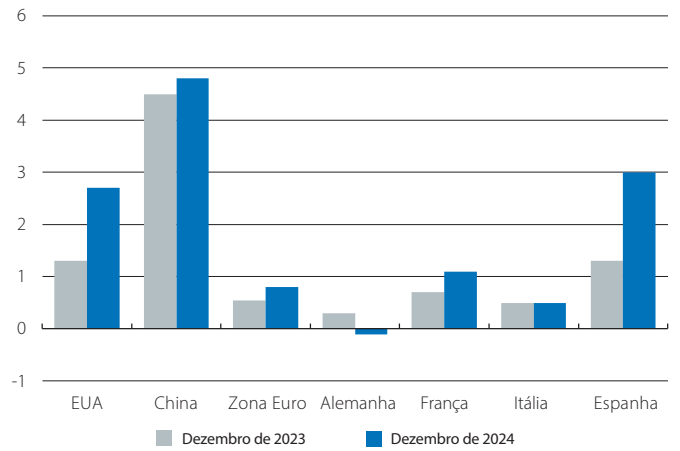
Um ano difícil, com uma economia internacional mais madura do ponto de vista cíclico

Resiliência, maturidade cíclica e desafios. Em 2024, a economia internacional apresentou uma resiliência notável e os dados disponíveis sugerem que o PIB mundial poderá ter registado um crescimento ligeiramente superior a 3%. A atividade foi apoiada por um mercado de trabalho consistente, por uma recuperação do poder de compra das famílias e pela perspectiva de uma flexibilização das condições financeiras, num ano em que a inflação continuou a descer e alcançou um nível próximo, ainda que ligeiramente superior, aos objetivos das autoridades monetárias. Esta onda deverá continuar em 2025, embora com menos força, devido à própria maturidade do ciclo económico, enquanto o mapa de riscos continuará a apresentar desafios exigentes, especialmente em termos de conflitos e tensões geopolíticas e de incertezas da política comercial. Por outro lado, por detrás da resiliência global existe uma notável disparidade regional. Nos EUA, a atividade económica continua estável e o crescimento do PIB supera as expectativas, ao passo que na Zona Euro o PIB continua a não descolar, afetado pela fraqueza dos países do núcleo central. Na China, as dificuldades no setor imobiliário e a fraca procura interna continuam a pesar sobre a economia, ainda que a solidez do setor externo ajude a manter o crescimento próximo, embora abaixo, de 5,0%.

Mercado de trabalho forte, com sinais de moderação. Os últimos indicadores sublinham tanto o papel de suporte desempenhado pelo mercado de trabalho como a perspectiva de que este apoio perderá algum ímpeto no futuro. Tanto nos EUA como na Zona Euro, verificam-se taxas de desemprego baixas (4,2% e 6,3%, respetivamente) e um nível de emprego elevado (mais de 70% da população com idades compreendidas entre os 15 a 64 anos). No entanto, nos EUA o desemprego aumentou 0,8 p.p. desde o seu mínimo de 2023, enquanto a criação de emprego diminuiu de mais de 250.000 novos postos de trabalho por mês no início do ano para 130.000 em média em outubro e novembro (as variações relacionadas com furacões e greves nesses meses tornam a média mais informativa do que os voláteis +36.000 empregos em outubro e +227.000 em novembro). Na Zona Euro, a taxa de 6,3% representa um nível de desemprego em mínimos históricos, mas os indicadores de sentimento apontam para um abrandamento na criação de empregos, tanto nos índices PMI (em dezembro, a componente de emprego atingiu um mínimo em quatro anos) como no indicador da Comissão Europeia (diminuindo de forma sustentada em 2024 e com o último dado de novembro ligeiramente inferior à média histórica).

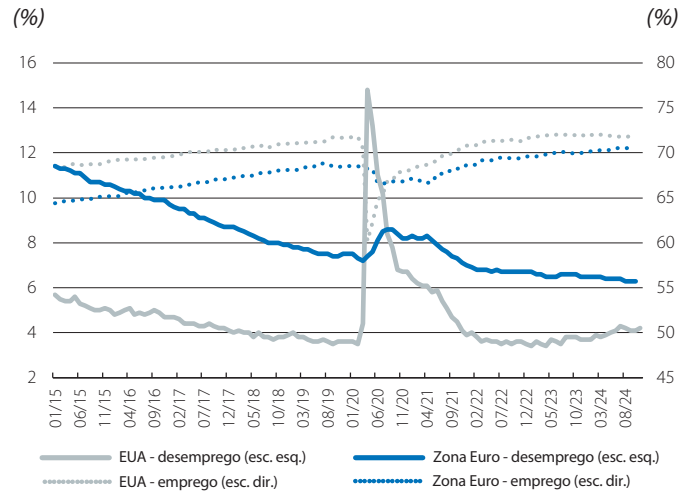
Desinflação: confiança no último quilómetro, resistências na última milha. A descida generalizada da inflação ao longo de 2024 também apoiou a atividade, nomeadamente ao ajudar a recuperação do poder de compra das famílias e ao abrir a porta à flexibilização da política monetária. Na Zona Euro, a inflação global fechou o ano em 2,4% em dezembro, mas o mais significativo foi a descida sustentada da inflação subjacente de 3,4% em dezembro de 2023 para 2,7% em dezembro de 2024, cuja inércia reforça a confiança de que a inflação deverá fixar-se definitivamente no objetivo de 2% do BCE já em 2025. Nos EUA, a inflação

Crescimento do PIB em 2024: expectativas do consenso dos analistas (%)



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

Economias avançadas: emprego e desemprego (%)

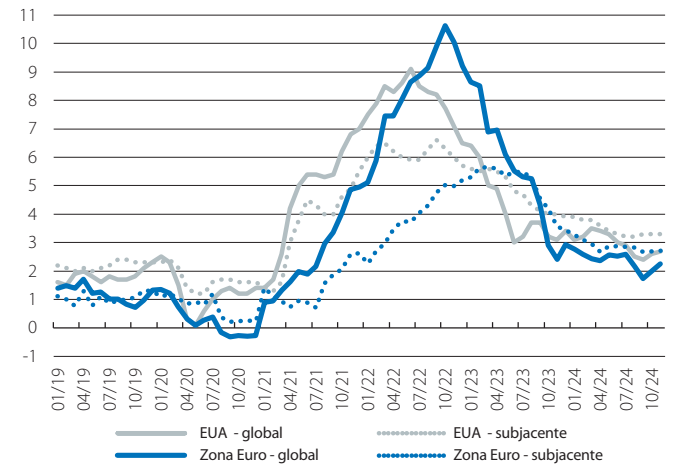


Nota: A taxa de desemprego é relativa ao total da população ativa e a taxa de emprego é relativa ao total da população do grupo etário (15-64 anos).

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

Economias avançadas: IPC

Variação homóloga (%)



Notas: IHPC para a Zona Euro. A inflação subjacente exclui os produtos alimentares e a energia.

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

também abrandou ao longo do ano (IPC global +2,7% em novembro de 2024 vs. 3,4% em dezembro de 2023), no entanto, os receios de uma maior resistência das pressões subjacentes aumentaram nos últimos meses, tanto devido aos sinais dos dados (inflação subjacente estável em 3,2%-3,3% desde o verão, de acordo com o IPC, e mesmo com alguma subida, conforme o índice preferido do Fed, o PCE, cuja inflação subjacente acelerou de 2,6% no verão para 2,8% em novembro) como devido às perspectivas inflacionistas das políticas económicas da nova Administração Trump.

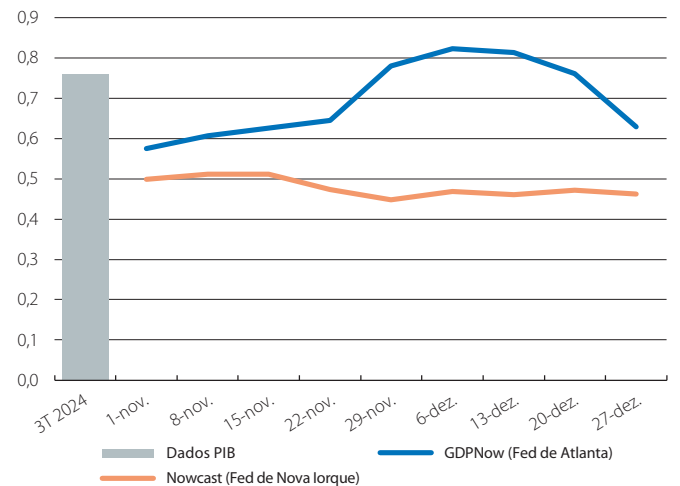
A atividade nos EUA mantém-se robusta. O consumo das famílias continua a impulsionar o crescimento económico nos EUA e, após contribuir com 0,6 p.p. para o aumento trimestral de 0,8% do PIB no 3T, os dados mais recentes refletem um consumo dinâmico também no último trimestre do ano. Assim, as vendas a retalho aumentaram 0,5% em termos mensais em outubro e subiram para 0,7% em novembro. Na mesma linha de robustez, o PMI composto subiu para 55,4 pontos em dezembro, impulsionado pelo setor dos serviços (56,8), e a média do 4T (54,8) ficou acima da média do 3T (54,3). Apesar disso, e apesar da fraqueza do setor industrial (com o seu PMI, em 49,4 pontos em dezembro, continuando em zona de contração, enquanto a produção industrial desceu 0,4% em termos mensais em outubro e 0,15% em novembro), os trackers do PIB sugerem que a economia poderá crescer cerca de 0,5%-0,6% em termos trimestrais no 4T.

A economia da Zona Euro não consegue ganhar impulso. O PMI composto da Zona Euro melhorou em dezembro, embora sem ultrapassar o limiar de 50 pontos, que sugere um crescimento positivo da atividade (49,6 vs. 48,3 em novembro), apesar do estímulo representado pela campanha de Natal para o setor de serviços (51,6 vs. 49,5 em novembro), enquanto na indústria transformadora há poucos indícios de reativação (PMI estagnado em 45 pontos). A fraqueza dos indicadores afeta as duas grandes economias da zona, com o PMI composto de dezembro na zona de contração tanto na Alemanha (48,0) como em França (47,5). No caso da Alemanha, outros indicadores de opinião e clima empresarial refletem a mesma mensagem de fraqueza: o indicador empresarial Ifo caiu em dezembro para 84,7 pontos, um valor mínimo desde maio de 2020, e o índice de sentimento económico ZEW de dezembro apontou que mais de metade dos inquiridos não antecipa alterações na situação atual.

Aceleração a curto prazo na China. O dinamismo contínuo no setor externo, o aumento do apoio fiscal e alguma melhoria das perspectivas do setor imobiliário podem levar a uma aceleração do gigante asiático a curto prazo. Assim, o PMI de serviços (Caixin) subiu para 52,2 pontos em dezembro (valor máximo em sete meses), enquanto o PMI da indústria transformadora manteve-se em expansão (50,5 pontos, embora perdendo força em relação aos 51,5 registados no mês de novembro). Por outro lado, em novembro, a produção industrial manteve um ritmo de expansão semelhante ao dos meses anteriores, crescendo 5,4% em termos homólogos, enquanto as vendas a retalho voltaram a refletir a fraca procura interna, crescendo 3,0% em termos homólogos (vs. 4,8% em outubro, 2,7% no 3T). Por sua vez, o investimento cresceu 3,3% em termos homólogos no ano até novembro (vs. 3,4% acumulado do ano até outubro), uma ligeira desaceleração, mas que mantém níveis elevados de investimento (em termos reais), dadas as fortes quedas dos preços dos bens de capital ao longo dos últimos anos.

EUA: PIB 3T e projeções 4T 2024

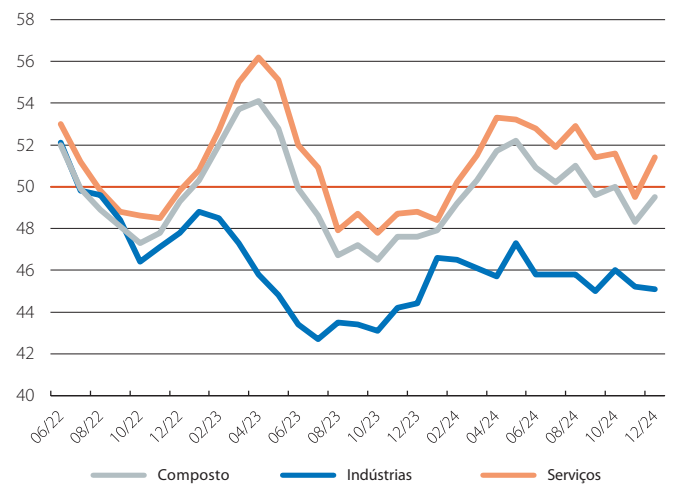
Variação em termos trimestrais (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BEA, do Fed de Atlanta e do Fed de Nova Iorque.

Zona Euro: PMI

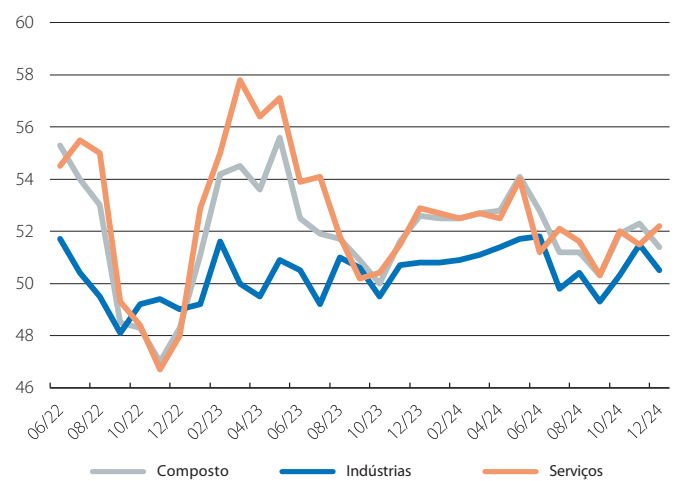
Índice



Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

China: PMI Caixin

Índice



Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

Exposição da economia europeia a um aumento de tarifas nos EUA: um olhar através das cadeias de valor

O impacto na UE de uma tarifa universal sobre as importações de bens dos EUA ultrapassa o efeito direto sobre as empresas exportadoras e far-se-á sentir indiretamente em toda a economia e através das cadeias de valor europeias e mundiais.

Para captar esta maior complexidade, partimos das tabelas *input-output* internacionais elaboradas pela OCDE,¹ que registam as transações de produtos intermédios e finais para 45 setores de 77 economias diferentes. Restringimos estas transações às importações de bens² realizadas pelos EUA do resto do mundo, que seriam objeto da tarifa universal, e, embora o último ano disponível seja 2020, utilizamos os dados de 2019 para evitar possíveis distorções derivadas da pandemia de COVID-19.

No primeiro gráfico, detalhamos um exemplo para ilustrar como o dado bruto das exportações para os EUA de um determinado setor num país da UE (a medida de exposição imediata) se relaciona com o valor acrescentado pelo mesmo, que está associado ao conjunto de exportações mundiais de bens para os EUA (a medida de exposição final).

A Espanha exportou para os EUA, em 2019, cerca de 1.300 milhões de dólares de fabrico de veículos automóveis, dos quais aproximadamente 20% correspondem ao valor acrescentado no próprio setor, um terço ao valor acrescentado noutras atividades económicas em Espanha (bens e serviços intermédios) e pouco mais de 40% ao valor acrescentado em países terceiros (de outros Estados-Membros da UE e do resto do mundo).

A atividade de fabrico de veículos automóveis, por seu lado, para além das suas exportações diretas, gera valor acrescentado indiretamente noutras exportações de bens para os EUA, tanto de outros setores da economia espanhola como, sobretudo, de outros países (pouco mais de 200 milhões de dólares, quase tanto como nas exportações diretas). No total, a exposição final do setor do fabrico de veículos automóveis em 2019 foi de cerca de 500 milhões de dólares, muito abaixo da exposição imediata.

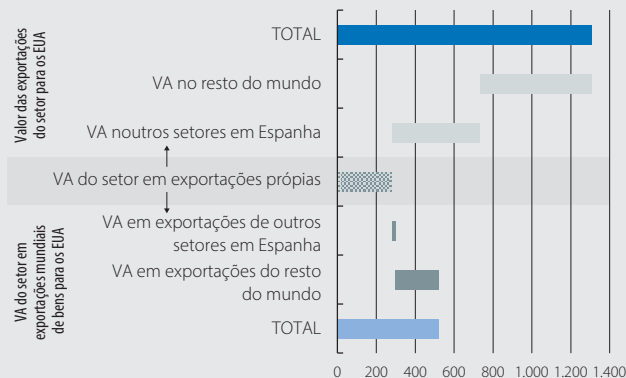
A posição nas cadeias de valor e a especialização produtiva como fatores-chave

No exemplo anterior, o valor acrescentado no setor associado às exportações mundiais de bens para os EUA é inferior ao valor das exportações diretas, mas, noutras casos, é igual ou superior, algo que acontece, por exemplo, em todas as atividades de serviços, uma vez que estas incluem

1. OCDE. *Inter-Country Input-Output tables*.
2. Produtos agrícolas, mineiros e industriais.

Valor das exportações de veículos motorizados de Espanha para os EUA e o valor acrescentado (VA) do setor nas exportações mundiais de bens para os EUA

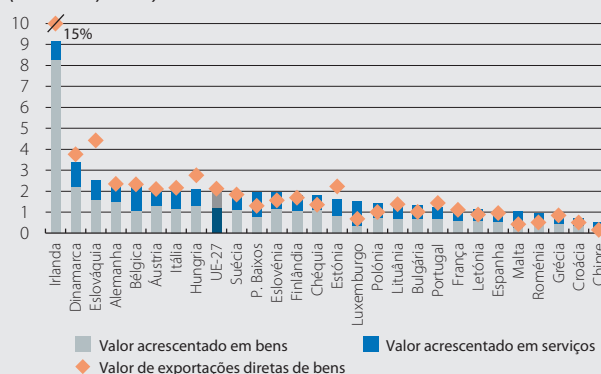
(milhões de dólares, 2019)



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

Exportações diretas para os EUA e o valor acrescentado (VA) em exportações mundiais de mercadorias para os EUA

(% do PIB, 2019)



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

apenas os efeitos indiretos via exportação de bens. O resultado para o conjunto de uma economia dependerá do peso dos diferentes fatores e da sua própria estrutura setorial. As diferenças agregadas para o conjunto da UE e os 27 Estados-Membros podem ser vistas no segundo gráfico.

Destacam-se países como a Irlanda – que se mantém claramente como a economia mais exposta às exportações para os EUA – e a Eslováquia, Hungria e Estónia, todos eles com uma elevada atividade industrial especializada na fase final (*downstream*) das cadeias de valor e com presença de multinacionais. Nestes países, as exportações brutas tendem a sobrestimar a dependência da economia do comércio com os EUA se as comparamos com o valor efetivamente acrescentado no território.

Valor acrescentado em exportações mundiais de bens para os EUA

(% do valor acrescentado do setor, 2019)

	TOTAL	Agricultura	Mineração	Indústrias	Eleticidade	Saneamento	Construção	Comércio	Transporte	Restauração	TIC	S. financeiros	S. imobiliários	S. profissionais	S. administrativos	Administrações Públicas	Ensino	Saúde	Entretenimento	Outros serviços
UE-27	2,1	2,0	4,2	7,1	1,8	2,2	0,4	1,9	1,9	0,4	1,2	1,1	0,5	1,8	2,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5
Irlanda	9,2	7,1	6,5	24,1	4,6	2,4	0,1	2,2	1,9	0,9	1,3	0,9	0,1	2,2	3,2	0,5	0,2	0,1	2,0	3,2
Dinamarca	3,4	2,8	5,6	14,5	1,8	1,9	0,9	2,4	2,3	1,4	1,6	1,0	0,8	3,1	3,3	0,3	0,4	0,4	0,2	1,2
Eslováquia	2,5	1,3	2,4	7,0	1,4	0,8	0,8	2,5	1,9	0,2	1,2	1,3	0,8	2,7	2,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,7
Alemanha	2,5	1,3	4,4	6,9	2,0	2,8	0,6	2,1	2,5	0,6	1,6	1,2	0,7	2,1	2,4	0,4	0,2	0,0	0,2	0,5
Bélgica	2,2	1,9	2,9	7,6	2,1	3,6	0,6	2,1	2,1	0,7	1,3	1,4	0,4	2,4	3,7	0,2	0,4	0,0	0,6	1,0
Áustria	2,1	2,5	4,4	6,7	2,1	2,9	0,6	2,2	1,9	0,4	1,1	1,4	0,5	1,9	1,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3
Itália	2,1	1,8	3,3	6,6	2,2	2,4	0,6	2,1	2,1	0,5	1,4	1,6	0,5	2,2	2,3	0,4	0,2	0,1	1,2	0,5
Hungria	2,1	1,5	3,1	5,9	1,9	1,6	0,2	1,9	1,7	0,2	1,4	1,1	0,5	2,1	2,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Suécia	2,0	3,5	7,3	6,8	1,5	2,8	0,6	2,1	2,0	0,6	1,3	1,0	0,6	1,7	2,6	0,4	0,1	0,1	0,5	0,6
Países Baixos	1,9	2,9	5,5	5,3	1,6	1,7	0,3	2,2	2,0	0,4	2,8	1,1	0,4	2,2	3,4	0,2	0,2	0,0	0,9	0,5
Eslovénia	1,9	1,5	3,2	4,8	1,9	2,3	0,7	1,8	1,7	0,2	1,0	1,0	0,4	1,9	1,9	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4
Finlândia	1,8	2,9	4,3	5,7	1,7	2,8	0,2	1,7	2,4	0,2	1,3	1,0	0,3	1,8	2,4	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3
Chéquia	1,8	1,3	2,4	4,2	1,3	2,4	0,4	2,0	1,5	0,4	0,8	1,1	0,5	1,6	1,8	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5
Estónia	1,6	4,2	1,6	4,7	1,4	1,3	0,3	1,7	2,0	0,2	1,1	1,0	0,8	1,5	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Luxemburgo	1,5	1,5	5,6	5,9	3,8	4,5	0,4	2,5	2,1	0,3	1,4	1,0	0,7	1,6	4,7	0,1	0,2	0,1	0,4	1,1
Polónia	1,4	1,1	2,0	3,4	1,2	1,2	0,5	1,5	1,6	0,3	0,9	0,8	0,4	1,5	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Lituânia	1,4	1,4	4,2	3,3	1,2	0,8	0,3	1,3	1,9	0,1	0,7	0,7	0,5	1,2	1,8	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Bulgária	1,3	3,0	3,1	3,4	1,7	1,1	0,6	1,6	1,3	0,1	0,9	1,2	0,3	1,2	0,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Portugal	1,2	2,0	7,2	4,6	1,5	2,0	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,8	0,2	1,1	1,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
França	1,2	1,7	4,1	5,2	1,4	1,5	0,1	1,6	1,5	0,3	0,6	0,9	0,3	1,2	1,9	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5
Letónia	1,1	3,8	1,1	3,3	1,1	0,9	0,2	1,4	1,5	0,1	0,8	0,7	0,3	1,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Espanha	1,1	2,0	5,0	3,9	1,5	1,8	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,7	0,2	0,9	1,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5
Malta	1,1	0,4	1,2	3,2	1,3	0,5	0,5	1,2	1,4	0,1	0,7	0,4	0,2	1,7	3,2	0,3	0,1	0,0	0,7	0,2
Roménia	0,9	0,6	1,1	2,2	1,1	0,3	0,2	1,0	1,1	0,3	0,8	0,9	0,2	1,2	1,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4
Grécia	0,9	3,3	9,6	3,2	1,6	0,5	0,2	0,9	1,4	0,0	0,3	0,6	0,3	1,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Croácia	0,7	1,0	1,4	2,2	0,6	0,5	0,4	0,8	0,7	0,0	0,4	0,7	0,2	1,1	0,8	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4
Chipre	0,5	4,1	2,5	0,9	0,3	0,3	0,2	0,4	1,6	0,0	0,7	0,6	0,1	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

0% 5% ≥ 10%

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

O contrário acontece em países como o Chipre, Malta, Luxemburgo e Países Baixos, orientados para atividades de serviços situados no segmento inicial (*upstream*) das cadeias de valor e com uma sensibilidade maioritariamente indireta ao que possa acontecer com as tarifas sobre os bens aos quais acrescentam valor. Em menor medida, e com um maior peso industrial, também a Roménia, Croácia, Polónia, Chéquia e Bulgária mostram certa especialização *upstream* nas cadeias de valor que conduzem à exportação de bens de países terceiros para os EUA.

Entre as principais economias, tal como acontece para o conjunto da UE, as diferenças entre o valor das expor-

tações diretas e o valor acrescentado no total de exportações mundiais de bens para os EUA são pequenas, refletindo a sua diversificação produtiva. A Alemanha continua a ser a mais exposta, com 2,5% do seu PIB, seguida da Itália (2,1%, em linha com o agregado da UE) e, a alguma distância, da França (1,2%) e da Espanha (1,1%), ambas com uma contribuição equilibrada entre o valor acrescentado nos sectores dos bens e dos serviços.

Utilities, comércio, transporte, serviços profissionais e auxiliares, entre os mais afetados

De forma mais detalhada, a tabela mostra para o conjunto da UE e os Estados-Membros a percentagem de valor

acrescentado setorial que está associado às exportações mundiais de bens para os EUA.

Logicamente, os setores de bens são os que mostram uma maior percentagem de dependência. Agricultura, 2% para a UE no seu conjunto, incluindo valores elevados na Irlanda e sendo o setor mais afetado em termos relativos na Letónia e Chipre. A mineração apresenta uma percentagem ligeiramente superior ao 4% no total, destacando-se valores muito superiores na Grécia, Suécia e Portugal, países onde é o setor mais exposto.

A indústria transformadora é claramente o setor com uma maior percentagem de valor acrescentado associado às importações dos EUA, com 7% para o conjunto da UE, quase 25% no caso da Irlanda e cerca de 15% na Dinamarca. Entre as principais economias, o setor da indústria transformadora na Alemanha e em Itália apresenta uma percentagem semelhante à do agregado, acima de 5% em França e 4% em Espanha.

Nos serviços, no entanto, existe um bom número de ramos de atividade que mostram um grau de exposição similar ao do conjunto da economia, cerca de 2%. Estes incluem não só os serviços mais tradicionalmente associados à exportação de bens, como o transporte e o comércio – com uma importância semelhante em todos os Estados-Membros –, mas também outros como o fornecimento de eletricidade, gás e saneamento de águas (*utilities*), bem como os serviços profissionais e científicos – com percentagens destacadas na Dinamarca e na Eslováquia – e serviços administrativos e auxiliares – com valores elevados nos países do Benelux. Do restante conjunto de ramos de serviços, destaca-se a importância das tecnologias da informação e a comunicação nos Países Baixos, com uma percentagem próxima de 3%, em comparação com pouco mais de 1% no conjunto da UE.

A evolução recente das importações dos EUA sugere uma maior exposição da UE

A grande desvantagem de empregar a abordagem das cadeias de valor é o atraso com que são publicadas as tabelas *input-output* tanto a nível nacional como internacional. Para tentar resolver este inconveniente, realizámos uma estimativa para 2023 baseada nos dados de comércio bilateral dos EUA com o resto do mundo, desagregados por produtos.³ Devido a limitações de dados e para evitar riscos sobre a fiabilidade do exercício, mantemos a chamada matriz de coeficientes técnicos (quais os *inputs* e onde são utilizados no processo de produção) existente em 2019.

Para o conjunto da UE, a percentagem de valor acrescentado nas importações mundiais de bens para os EUA aumentaria 0,2 pontos até o 2,3%, um aumento coerente com o crescimento deste mercado como destino das exportações europeias.⁴ Por Estado-Membro, destaca-se o aumento na Eslovénia, que poderá estar ligado ao aumento da sua participação nas cadeias de valor de produtos farmacêuticos que a Suíça exporta para os EUA. Por sua vez, as principais economias apresentam um aumento de 2 décimas, situando-se no caso de Espanha em 1,3% do PIB. Em contrapartida, observa-se uma diminuição significativa nos Estados-Membros com maior percentagem de dependência, Irlanda e Dinamarca, sendo este último agora ultrapassado minimamente pela Eslováquia.

Vemos, portanto, nos últimos anos, uma tendência para uma maior exposição da economia europeia a uma tarifa universal sobre as importações dos EUA, que, no geral, se mantém ainda moderada, mas que apresenta casuísticas setoriais e por país que é necessário considerar ao avaliar os seus efeitos e as possíveis respostas por parte da UE. Nestes casos, é conveniente sublinhar a complexidade das cadeias de valor e o papel fundamental desempenhado pelas atividades de serviços enquanto fornecedores dos *inputs* necessários aos processos da indústria transformadora.

3. Utilizamos os dados de dois dígitos da classificação HS e a correspondência de produtos com os setores NACE disponíveis nas Nações Unidas.

4. Ver Focus «Exposição da economia europeia a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA» no IM12/2024.

O novo quadro de governação económica da UE

No dia 30 de abril de 2024, entrou em vigor o novo quadro de governação económica da UE¹, com base nas propostas apresentadas pela Comissão em 2023.² As novas regras orçamentais mantêm o défice público de 3% e a dívida pública de 60% como limiares de referência, mas procuram simplificar as normas orçamentais, dando orientações sobre um único indicador orçamental definido em termos de despesas primárias líquidas (ver anexo técnico), e dar mais flexibilidade aos Estados-Membros através da elaboração de planos de médio prazo, que se tornam a base do novo quadro de governação económica. O que podemos esperar das contas públicas europeias nos próximos anos?

A Comissão dá luz verde aos primeiros planos fiscais ao abrigo das novas regras

A 21 de junho de 2024, a Comissão forneceu aos Estados-Membros orientações preliminares para a preparação dos seus planos estruturais orçamentais de médio prazo, incluindo o quadro de projeção da dívida de médio prazo e os principais pressupostos orçamentais, macroeconómicos e financeiros.³ Baseando-se nestas informações, a Comissão enviou aos 16 países com dívida e/ou défice superiores aos limiares⁴ uma trajetória de referência plurianual para as despesas primárias líquidas, bem como a trajetória associada para o saldo estrutural primário, enquanto para os restantes Estados-Membros incluiu informações técnicas com o valor mínimo exigido para o saldo estrutural primário no final do plano. As informações apresentadas incluíam, em ambos os casos, um cenário de ajustamento sem prorrogação por quatro anos e um cenário alternativo com uma prorrogação de três anos.

Na sequência desta orientação preliminar, a Comissão e as autoridades nacionais mantiveram diálogos técnicos antes da preparação dos planos, que, de acordo com o regulamento, tinham de ser apresentados até 20 de setembro de 2024, o mais tardar, e conter, entre outras, as seguintes informações:⁵ (i) a trajetória plurianual das despesas líquidas e a justificação para um eventual desvio em alta em relação à enviada pela Comissão, (ii) os pressupostos macroeconómicos e orçamentais subjacentes e a justificação para os desvios em relação às projeções

(iii) as medidas orçamentais-estruturais previstas, (iv) a coerência com as recomendações específicas por país do Conselho e as prioridades comuns da UE, bem como a complementaridade com o Plano de Recuperação e Resiliência e outros fundos europeus, e v) se for caso disso, os compromissos de reforma e investimento e o impacto subjacente a uma prorrogação de três anos do período de ajustamento.

A Comissão publicou, em 26 de novembro de 2024, o chamado pacote de outono do Semestre Europeu 2025, que faz o ponto da situação do novo quadro de governação económica.⁶ Dos 27 Estados-Membros, cinco não tinham apresentado os seus planos estruturais orçamentais de médio prazo devido a eleições ou à formação de novos governos, incluindo três países com dívidas e/ou défices acima dos limiares (Alemanha, Bélgica e Áustria). Daqueles que tinham enviado planos, a Comissão recomendou ao Conselho que adotasse os planos de 20 Estados-Membros, continuando a avaliar o plano da Hungria e recomendando que os Países Baixos apresentassem um plano revisto em conformidade com as informações técnicas recebidas.⁷ Cinco dos países com dívida e/ou défice acima dos limiares solicitaram a prorrogação do período de ajustamento por mais três anos (Itália, França, Espanha, Roménia e Finlândia). Por último, dos 17 países da Zona Euro obrigados a apresentar os seus projetos de orçamento anuais para o próximo exercício, três não o fizeram (Espanha, Bélgica e Áustria), enquanto nove deles não estavam total ou parcialmente alinhados com as recomendações orçamentais e a execução dos planos de médio prazo.

O próximo passo é o exame pelo Conselho das recomendações da Comissão,⁸ com particular atenção para os Estados-Membros com dívida e/ou défice acima dos limiares que incluíram nos seus planos um aumento médio anual das despesas primárias superior à orientação recebida,⁹ bem como a relevância das reformas e investimentos incluídos nos que solicitaram uma extensão do período de ajustamento. Se houver divergências, o Conselho recomendará a revisão dos planos a médio prazo apresentados ou a fixação de uma trajetória de despesas confor-

1. Ver Regulation (EU) 2024/1263 of the European Parliament and of the Council.

2. Para mais pormenores, consultar o artigo «Um novo quadro orçamental europeu para 2024... é possível?» no Dossier IM11/2023.

3. Tal como incluído nas previsões da primavera de 2024 da Comissão: European Economic Forecast. Primavera de 2024.

4. Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Malta, Polónia, Portugal e Roménia.

5. Em 21 de junho de 2024, foram publicadas orientações sobre a forma de apresentar as informações nos planos: Notice – Guidance to Member States on the Information Requirements for the Medium-Term Fiscal-Structural Plans and for the Annual Progress Reports.

6. «Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life».

7. Apenas dois países (Dinamarca e Malta) apresentaram os seus planos até à data-limite de 20 de setembro de 2024. A partir da receção, a Comissão dispõe de seis semanas para proceder à avaliação (com possibilidade de prorrogação por mais duas semanas). No caso da Hungria, o plano foi apresentado em 4 de novembro.

8. O regulamento prevê um prazo de seis semanas a contar da recomendação da Comissão.

9. Consultar a tabela 2 do Anexo II da «Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life».

me as orientações recebidas da Comissão. Subsequentemente, tendo em vista o pacote da primavera do Semestre Europeu 2025, os países membros terão de apresentar o primeiro relatório anual de progresso sobre a implementação dos planos a médio prazo.

Que ajustamento orçamental está incluído nos planos a médio prazo? Perspetivas e riscos

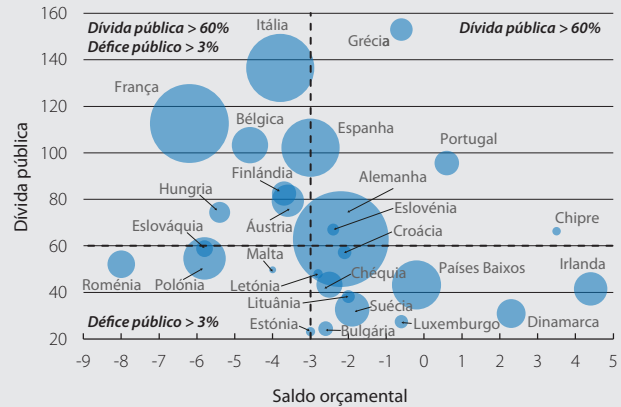
O estado das finanças públicas na UE está comprometido após os choques acumulados desde a Grande Crise Financeira em 2009, passando pela crise da dívida soberana na Zona Euro até 2012, a pandemia em 2020 e a invasão da Ucrânia e a crise energética desde 2022. O primeiro gráfico mostra como a grande maioria dos Estados-Membros da UE tem dívidas e/ou défices acima dos limiares, incluindo economias sistémicas como a Itália, a França e a Espanha, que têm níveis muito elevados de dívida pública (acima do limiar de 90% definido pela Comissão).

Não há dúvida de que a correção dos desequilíbrios orçamentais constitui um dos principais desafios políticos para a UE, tal como refletido nos esforços de consolidação incluídos nos planos a médio prazo. A fim de ilustrar este aspeto, dadas as dificuldades de interpretação da trajetória do novo referencial orçamental, preferimos resumir as trajetórias previstas para o saldo primário estrutural. Para o efeito, consideramos indicativos os valores comunicados pela Comissão em 21 de junho de 2024, que, ao contrário dos planos apresentados por cada um dos Estados-Membros, têm a vantagem de utilizar uma metodologia mais homogénea para estimar o PIB potencial.

Na ausência de dados relativos à Alemanha, à Bélgica e à Áustria, o segundo gráfico mostra o ajustamento anual médio indicado pela Comissão em relação aos valores estimados para 2024, tanto na hipótese de um período de ajustamento de quatro anos como no cenário que considera uma prorrogação de três anos. Entre os países que não solicitaram a prorrogação do período de ajustamento, destaca-se o ajustamento de 1,3 p.p. por ano na Eslováquia, 0,8 p.p. na Polónia e 0,7 p.p. na Hungria, sendo mais moderado na Eslovénia e em Malta e reduzido na Grécia, em Portugal e em Chipre. Quanto aos países que solicitaram uma prorrogação de três anos, o maior ajustamento é de 0,7 p.p. por ano na Roménia, seguido de 0,6 p.p. em Itália e França, 0,5 p.p. em Espanha e 0,3 p.p. na Finlândia. Tendo em conta o PIB nominal dos países disponíveis e os diferentes períodos de ajustamento, o aumento anual esperado do saldo primário estrutural será de cerca de 0,6 p.p. nos próximos quatro anos. Não é um pequeno esforço de consolidação para estas economias.

O cumprimento dos ajustamentos previstos não está isento de desafios, incluindo dificuldades políticas internas na aprovação de orçamentos para acompanhar a execução dos planos a médio prazo, como no caso da França, onde

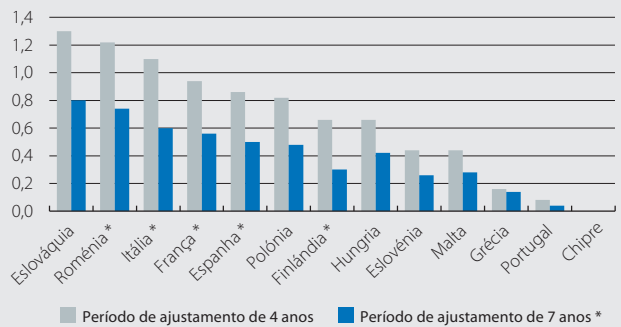
Saldo orçamental e dívida pública
(% do PIB, 2024)



Nota: A área dos círculos é proporcional ao PIB nominal em euros em 2024.
Fonte: BPI Research, com base nas previsões do outono de 2024 da Comissão Europeia.

Países com dívida e/ou défice acima dos limiares

Ajustamento anual médio do saldo primário estrutural em relação a 2024 (p. p. do PIB)



Nota: A Alemanha, a Bélgica e a Áustria não apresentaram os seus planos estruturais orçamentais a médio prazo.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

a falta de apoio parlamentar levou a uma moção de confiança e à saída do governo. A complexidade do cenário geopolítico suscita também dúvidas decorrentes das crescentes necessidades de despesa para cobrir as prioridades comuns da UE, principalmente as ligadas à autonomia estratégica e à política de segurança e defesa, bem como para financiar o salto competitivo referido no relatório Draghi.¹⁰ E, tirando lições do passado, com um baixo crescimento potencial de partida e o esgotamento progressivo dos fundos do NGEU, será necessário ter muito cuidado para que o efeito contracionista dos ajustamentos orçamentais propostos não acabe por viciar o objetivo inicial de redução da dívida pública. Neste contexto, os mercados financeiros já registaram – embora moderadamente, por enquanto – novos episódios de diferenciação entre as obrigações soberanas dos Estados-Membros.

10. Ver Focus «Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10/2024.

Anexo técnico

As novas regras orçamentais definem um único indicador de despesas primárias líquidas¹, com base no qual a Comissão envia aos Estados-Membros com dívidas e/ou défices superiores aos limiares uma trajetória de referência plurianual e informações técnicas aos outros países. Para os governos nacionais, este é o ponto de partida para a preparação de um plano orçamental estrutural de médio prazo com medidas de ajustamento de quatro anos,² com a possibilidade de prorrogação por mais três anos, se incorporarem reformas e investimentos para impulsionar o crescimento económico e apoiar as prioridades comuns da UE.³

A trajetória de referência para o indicador das despesas primárias líquidas é determinada pela necessidade de assegurar que a dívida siga uma trajetória claramente descendente após o período de ajustamento ou se mantenha em níveis prudentes, mesmo em cenários adversos. Além disso, deve também garantir que o défice seja reduzido e mantido abaixo dos 3% do PIB, tendo em conta os custos associados ao envelhecimento após o período de ajustamento. Em termos operacionais, isto implica a necessidade de cumprir uma série de requisitos.

No que diz respeito à dívida pública, o primeiro requisito é que o rácio em relação ao PIB tenha de diminuir continuamente nos 10 anos subsequentes ao período de ajustamento, de acordo com o cenário central para o crescimento, a inflação e as taxas de juro, bem como de acordo com três cenários de risco definidos pela Comissão, que consideram, respetivamente, um custo de financiamento mais elevado, um saldo primário estrutural mais baixo e um diferencial crescimento/custo de financiamento menos favorável.⁴ O segundo critério para a dívida pública é que, num ambiente de incerteza quanto ao cenário central, após cinco anos o rácio em relação ao PIB deve ser igual ou inferior ao valor no final do período de ajustamento, com

uma probabilidade de pelo menos 70%. Finalmente, a taxa anual de redução do rácio em relação ao PIB deve ser de, pelo menos, 0,5 p.p. se estiver entre 60% e 90% e de 1 p.p. se estiver acima de 90%.

Quanto ao défice público, o primeiro critério, já em vigor no anterior quadro de governação, consiste num ajustamento anual de, pelo menos, 0,5 p.p. por ano se o défice exceder 3% do PIB,⁵ enquanto o segundo requisito estabelece para os países com um défice estrutural superior a 1,5% do PIB um ajustamento anual do saldo estrutural primário de 0,4 p.p. se o período de ajustamento for de quatro anos ou de 0,25 p.p. no caso de uma extensão de três anos.

De um modo geral, as novas regras orçamentais definem um único indicador de referência em termos de despesas primárias líquidas, o que contribui efetivamente para simplificar as orientações orçamentais para os Estados-Membros, mantendo simultaneamente o rigor analítico necessário para avaliar a sustentabilidade da dívida pública. A revisão das regras implica, no entanto, algumas dificuldades. Fundamentalmente, as leituras políticas sobre a trajetória das despesas primárias líquidas não são imediatas e é difícil interpretar a magnitude dos ajustamentos orçamentais necessários e o seu impacto no crescimento económico.

Certos aspetos da metodologia poderiam também ser melhorados, como, por exemplo, os critérios de definição dos cenários de risco, que são algo arbitrários tanto na magnitude do *stress* (igual para todos os países, incluindo os desvios do saldo estrutural primário independentemente do ajustamento a efetuar) como no momento em que ocorrem (no final do período de ajustamento) e na sua duração (alguns são temporários, como a subida das taxas de juro, e outros são permanentes).

1. Definido pelo regulamento como despesa pública após deduções: (i) pagamentos de juros, (ii) medidas discricionárias em matéria de receitas, (iii) despesas ligadas a programas da UE totalmente financiadas por receitas de fundos da UE, (iv) despesas nacionais para o cofinanciamento de programas financiados pela UE, (v) elementos cíclicos das despesas com subsídios de desemprego e (vi) medidas de despesas e receitas associadas a acontecimentos pontuais ou temporários.

2. Quatro ou cinco anos, consoante a duração do período legislativo em cada Estado-Membro.

3. Estas incluem a transição ecológica e digital, a segurança energética, a autonomia estratégica, a estratégia de segurança e defesa, os desafios demográficos, os objetivos de emprego e a resiliência e convergência socioeconómicas.

4. Ver o «Debt Sustainability Monitor 2023».

5. O ajustamento refere-se ao saldo estrutural primário entre 2025 e 2027, e ao saldo estrutural total a partir de 2028.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Atividade									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	4,9	2,9	3,4	3,5	3,8	3,9	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	109,6	112,8	104,7
Produção industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,5	–0,9	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	46,5	48,4	49,3
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.332	1.312	1.289	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	322	325	329	332	334	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,1	4,2	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	59,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	–3,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,6	2,7	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	...

JAPÃO

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Atividade									
PIB real	0,9	1,5	0,7	–0,9	–0,9	0,5	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,2	36,4	36,2
Produção industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,8	–0,3	–2,0	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–1,9	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	–1,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	2,2	2,9	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,2	2,4	...

CHINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	4,8	3,0	...
Produção industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	5,3	5,4	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	50,1	50,3	50,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	865	841	863	895	935	964	...
Exportações	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	12,5	7,0	...
Importações	0,7	–5,5	0,9	1,7	2,6	2,4	–2,3	–3,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,3	0,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,2	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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,4	-1,9	-0,6	-0,2	0,2	1,9	1,9	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,7	-1,7	-3,6	-4,7	-3,8	-1,6	-1,2	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-16,7	-15,4	-14,3	-13,2	-12,5	-13,7	-14,5
Sentimento económico	102,1	96,4	94,9	96,0	95,9	96,2	95,7	95,8	...
PMI indústrias	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	46,0	45,2	45,1
PMI serviços	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	51,6	49,5	51,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	2,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,1	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,3	7,5	7,4	7,5	7,5	7,6	7,7	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,1	5,8	5,7	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	3,6	0,5	0,1	0,4	0,5	0,9	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	1,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	2,7	1,1	1,2	1,4	0,9	1,2	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	4,9	0,8	0,3	0,3	0,7	0,4	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Inflação geral	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	2,0	2,2	2,4
Inflação núcleo	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7

Setor externo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Balança corrente	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	3,6	3,7	...	...
Alemanha	4,4	5,8	5,8	6,1	6,3	6,2	6,1	...	...
França	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	...
Itália	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	1,0	1,1	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	95,0	94,1	93,4

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,7	2,7	0,1	0,3	0,4	0,8	1,2	1,0	...
Crédito às famílias ^{2,3}	4,4	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	0,8	0,9	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,8	4,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,6	4,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	2,0	4,4	4,9	4,8	4,8	4,7	4,4	4,3	...
Depósitos									
Depósitos à vista	6,3	-8,5	-10,8	-8,8	-5,5	-2,5	0,1	1,5	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	21,1	18,4	14,4	10,5	7,3	6,1	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,3	19,9	20,5	19,7	21,9	20,1	17,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	3,3	3,2	3,1	3,0	2,7	2,6	...

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 ISFLSF. 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.