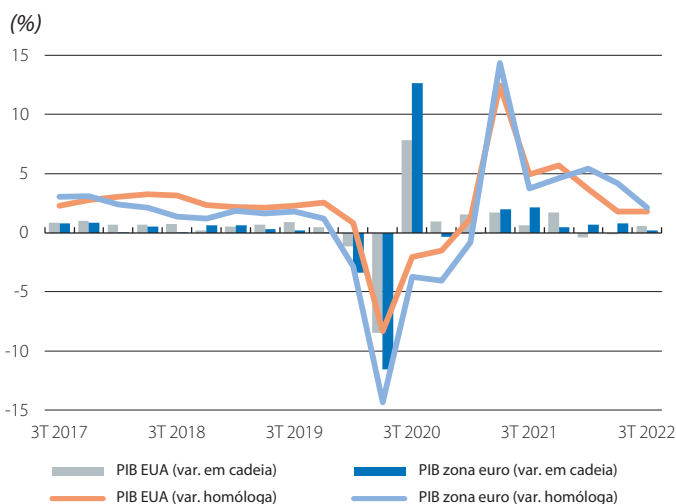


## Onde está o olho do furacão?

**A pegada da política monetária e a crise energética começam a fazer-se sentir nas economias avançadas.** O crescimento do PIB da Zona Euro no 3T 2022 foi melhor do que o esperado, mas a probabilidade de contratempos nos próximos meses é significativa. Assim, o PIB cresceu 0,2% em termos trimestrais (vs. 0,8% no 2T), o que corresponde a um aumento anual de 2,1%. As surpresas mais positivas vieram da economia alemã, que conseguiu evitar uma contração com um aumento de 0,3% trimestrais, e de Itália, que registou um crescimento de 0,5% trimestrais. Esta resistência de algumas das maiores economias da Zona Euro pode ser explicada pela boa época de verão no setor dos serviços. No entanto, embora a repartição por componentes ainda não esteja disponível, a evolução dos principais indicadores de atividade aponta para um padrão de «mais para menos» ao longo do trimestre. Nos EUA, o PIB cresceu 1,8% em termos homólogos, mais 0,6% do que no trimestre anterior, após dois declínios consecutivos no 1T e 2T (-0,4% e -0,1% em termos trimestrais, respetivamente). Embora os dados também tenham sido positivos, se analisados por componente, destaca-se o abrandamento do consumo privado e a queda no investimento imobiliário, dois sinais claros de enfraquecimento da procura interna, no decorrer do ciclo mais forte de contração monetária por parte da Fed em mais de 40 anos, que acumula um total de 375 p. b. de subidas nas taxas de juro desde março. (Ver Conjuntura de Mercados).

**A atividade abranda «significativamente» no outono, a inflação nem tanto.** Os primeiros indicadores de atividade apontam para uma clara deterioração da situação económica a partir de setembro. Na Zona Euro, onde o BCE já aumentou as taxas de juro em 200 p. b. desde julho, com duas subidas consecutivas de 75 p. b. em setembro e outubro, o índice empresarial composto PMI manteve a sua tendência descendente, situando-se em 47,3 pontos (vs. 48,1 em setembro), o seu nível mais baixo em quase dois anos, consistente com uma perda de dinamismo progressiva desde o segundo trimestre. Nas palavras da presidente do BCE, Christine Lagarde, a atividade económica está a abrandar «significativamente», uma contração que pode intensificar-se devido à perda do poder de compra das famílias e à deterioração da confiança. Nos EUA, o PMI composto caiu novamente para 48,2 em outubro, após uma breve melhoria em setembro (49,5 pontos vs. 44,6 em agosto). Embora no caso dos EUA os índices do ISM ainda estivessem em território de expansão (acima dos 50 pontos), a verdade é que também tem vindo a deteriorar-se. Entretanto, a inflação continua a não mostrar sinais de abrandamento. Na Zona Euro, voltou a subir, até 10,7% em outubro (vs. 9,9% em setembro), impulsionada por aumentos nos preços dos alimentos, energia e bens industriais. O valor da inflação de setembro também surpreendeu em alta nos EUA com um forte aumento mensal na componente subjacente, que se situou em 6,6% em termos homólogos anuais (8,2% a geral). Em conjunto, com o mercado de trabalho de ambos os lados do Atlântico ainda a revelar-se forte e a inércia de algumas destas componentes de preços, estes dados podem deixar prever um período mais longo de preços elevados e condições monetárias restritivas.

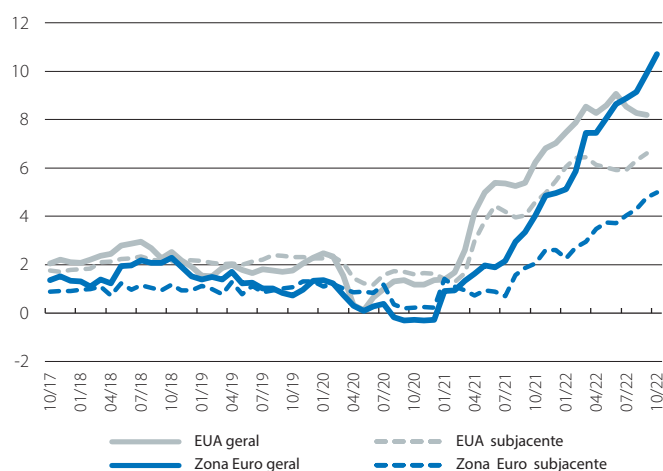
### EUA e Zona Euro: PIB



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis e do Eurostat.

### EUA e Zona Euro: IPC

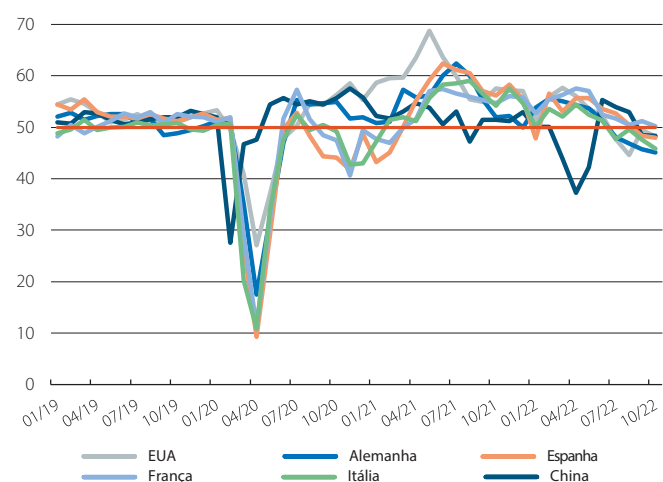
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.

### Global: PMI compostos

Nível



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do PMI Markit, via Refinitiv.

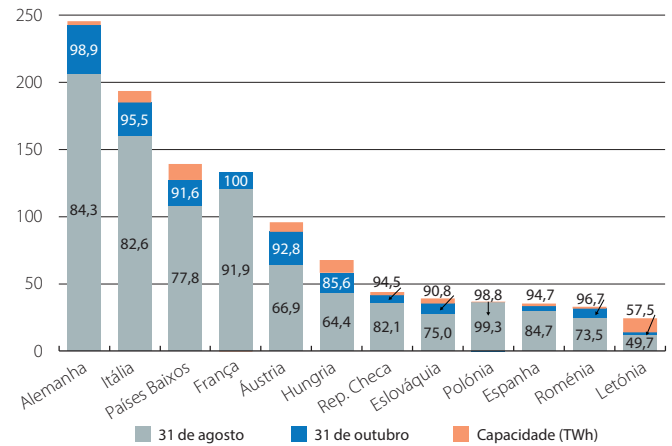
**O mercado energético europeu permanece calmo enquanto a meteorologia e as reservas o permitem.** O preço médio dos futuros de gás para 2023 caiu 18% em outubro (155 euros/MWh face a 189 euros/MWh em setembro) no TTF holandês, o mercado que funciona como a principal referência para o mercado europeu. Apesar de se situar num nível sete vezes superior à média histórica, a descida de preços deveu-se principalmente ao elevado nível de reservas, 95% no final de outubro, em comparação com 80% no final de agosto. Neste contexto, as notícias de navios-tanque de GNL à espera de descarregar gás natural liquefeito nos principais portos europeus têm-se acumulado nas últimas semanas. No entanto, esta situação de flexibilização de preços e de excesso de oferta pode ser temporária. Duas variáveis-chave a monitorizar são as poupanças de consumo alcançadas pelos países da UE e o nível de reservas. Sem fim à vista para a guerra na Ucrânia, o inverno de 2023-2024 também estará em jogo nos próximos meses.

**Riscos macrofinanceiros, políticas fiscais e mercado imobiliário.** Num período mais longo e mais intenso do que o esperado, de abrandamento da economia global e de restrições nas políticas monetárias, será particularmente relevante monitorizar os planos fiscais e o mercado da habitação. Na Zona euro, os preços do setor imobiliário recuperaram 20% em relação ao nível pré-pandémico (4T 2019), com ganhos próximos ou superiores a 30% em muitos países. Nos EUA o aumento situou-se próximo dos 40% (ver «EUA desaceleração controlada ou aterragem forçada do mercado imobiliário?» no mesmo relatório), enquanto a China continua a enfrentar uma grave crise imobiliária e está entre as economias do G20 na qual os preços do setor imobiliário têm crescido menos no período. Outra fonte de riscos macrofinanceiros será a política fiscal, tanto nas economias emergentes como nas economias avançadas. Como a recente turbulência do mercado e a crise política no Reino Unido demonstraram, haverá tolerância zero para planos fiscais com debilidade (ver Focus «Tumulto no Reino Unido, aviso à navegação» neste mesmo relatório). Os orçamentos dos países com governos recém-eleitos estarão sob intenso escrutínio: em particular a presidente Giorgia Meloni e o presidente Lula da Silva.

**Na China, irá a prosperidade a curto prazo repercutir-se a longo prazo?** O PIB chinês surpreendeu em alta no 3T 2022 e cresceu 3,9% em relação ao 2T (3,9% também em termos homólogos anuais), mais do que recuperando da queda do 2T. Mas a força da recuperação parece ter diminuído no outono. Os dados já disponíveis para outubro apontam para uma deterioração acentuada no setor dos serviços, na sequência de um pico nos casos e novos confinamentos no país, bem como um abrandamento das exportações. A debilidade da economia chinesa poderá intensificar-se nos próximos meses, refletindo as paragens e arranques intermitentes impostos pela política de COVID Zero e o abrandamento da procura global. A médio prazo, as principais mensagens do 20.º Congresso do Partido Comunista da China têm sido claras: a segurança e a autossuficiência serão prioridades indiscutíveis. Resta saber como as novas chaves políticas se irão traduzir no desenvolvimento do mercado interno e da política externa.

**Europa: reservas de gás**

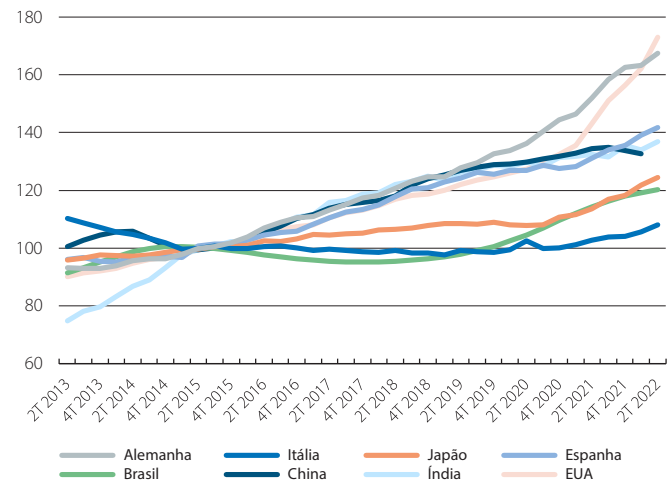
Nível de armazenamento (TWh) % da capacidade total



**Nota:** Reservas de gás a 31 de outubro. No gráfico são acrescentadas as percentagens a que correspondem os níveis de armazenamento em cada momento, em relação à capacidade total de cada país.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Gas Infrastructure Europe.

**Global: preços da habitação**

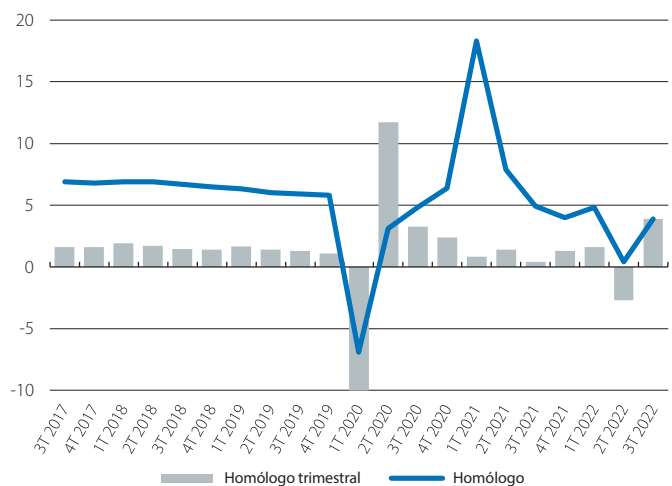
Índice (100 = 2015)



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

**China: PIB**

Variação (%)



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

## EUA: abrandamento controlado ou aterragem forçada do mercado imobiliário?

O agravamento da política monetária da Reserva Federal para combater a inflação parece estar já a ter um impacto negativo no setor da habitação do país. Trata-se de um fenómeno que não nos deveria surpreender. Com efeito, a intenção da Reserva Federal é precisamente controlar a inflação através do abrandamento da procura. Esta última é amplamente alcançada através do canal imobiliário: o aumento das taxas leva a uma redução da procura de habitação, o que se traduz numa menor atividade de construção, o que, por sua vez, reduz a procura de outros bens e serviços de forma indireta. A pergunta pertinente aqui é: vamos assistir a um abrandamento controlado ou estaremos a falar de uma aterragem forçada?

### Contexto recente: subida de preços e abrandamento à vista

Desde o início da pandemia temos vindo a assistir a uma escalada no preço da habitação nos EUA. Especificamente, entre fevereiro de 2020 e agosto de 2022 o aumento superou os 40%, o que pressupõe um crescimento médio anual de 15% em termos nominais. Trata-se de uma taxa de crescimento muito elevada, que é superior à dos anos anteriores à crise financeira global (CFG), cerca de 10% (ver primeiro gráfico).<sup>1</sup>

Com o aumento das taxas de juro, no entanto, alguns indicadores de setor já começaram a abrandar. É o caso das compras e vendas, onde nos meses de verão já se observaram descidas anuais de dois dígitos em termos homólogos (ver o segundo gráfico). O ritmo de construção de habitações também abrandou nos últimos meses (também com quedas anuais homólogas). No final de outubro, a taxa de juro de uma hipoteca de taxa fixa a 30 anos aproximava-se dos 7%, um nível que não era atingido desde meados de 2006, antes da eclosão da CFG (ver o terceiro gráfico).

De um modo mais geral, o investimento imobiliário real diminuiu mais de 10% desde início do ano. As pressões em baixa no setor imobiliário continuarão nos próximos trimestres e influenciarão a atividade económica, ao mesmo tempo que deverão ajudar a reduzir as pressões inflacionistas.

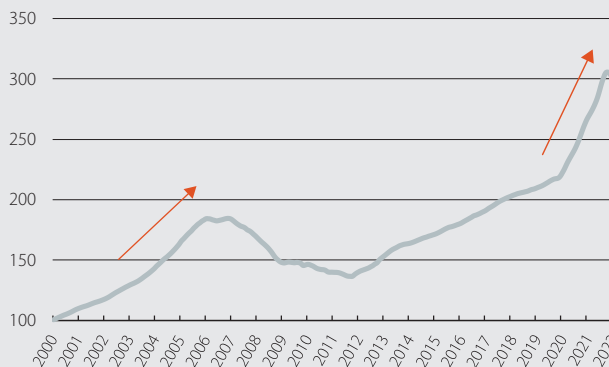
### Desequilíbrios e nuances

O forte aumento dos preços da habitação nos últimos anos traduziu-se numa clara deterioração em muitos índices de acessibilidade à habitação. Ao analisarmos a evolu-

1. Entre janeiro de 2000 e junho de 2006. Índice de preços Case-Shiller nacional. Resultados semelhantes utilizando o índice Case-Shiller de 20 cidades. Efetivamente (utilizando o índice de preços da habitação da Fed de Dallas), o aumento médio anual ao longo dos últimos dois anos e meio foi de quase 9%, face a pouco mais de 5% antes da CFG.

### EUA: preço da habitação \*

Índice (100 = janeiro 2000)



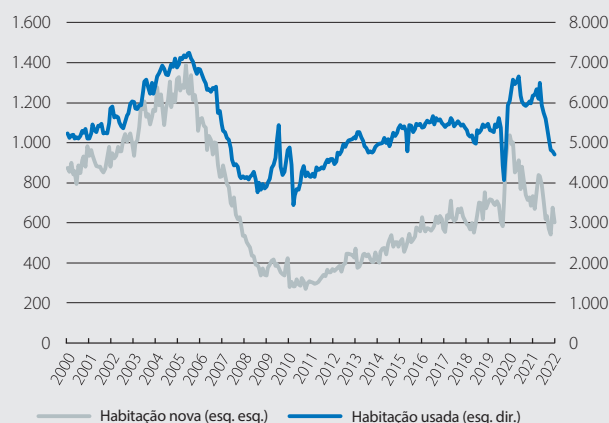
**Nota:** \* Índice Case-Shiller nacional. É um índice ponderado de vendas repetidas, o que significa que corrige pela qualidade das habitações vendidas.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da S&P Case-Shiller, via Rennitiv.

### EUA: compras e vendas de habitação

(Milhares de habitações)

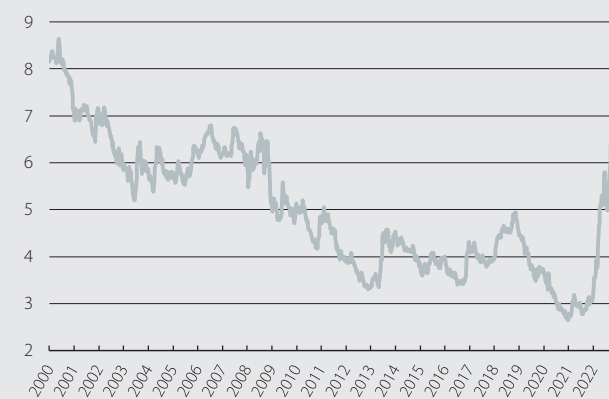
(Milhares de habitações)



**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da National Association of Realtors.

### EUA: hipoteca de taxa fixa a 30 anos

(%)



**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), via Rennitiv.

ção do rácio entre os preços das casas e o rendimento dos agregados familiares (uma medida simples e comum para captar a capacidade das famílias de comprar uma casa), verificamos que este rácio não só é mais elevado do que a média histórica desde janeiro de 2000, como se encontra agora a níveis superiores aos atingidos imediatamente antes da CFG (ver o quarto gráfico). No mesmo sentido, os vários modelos desenvolvidos pela Fed de Dallas, que avaliam os possíveis desequilíbrios nos preços do mercado imobiliário em vários países, também colocam o mercado dos EUA em níveis de sobreaquecimento.<sup>2</sup>

Contudo, alguns elementos são claramente diferentes dos que ocorreram durante a CFG e qualificam o risco de retroalimentação financeira vivido nessa altura. Deste modo, por exemplo, muitos dos proprietários de casas com hipoteca não serão afetados pelo recente aumento das taxas, uma vez que a maioria dos compradores adquiriram as suas casas a taxas fixas, e nos últimos anos estas taxas têm estado a níveis muito baixos.<sup>3</sup>

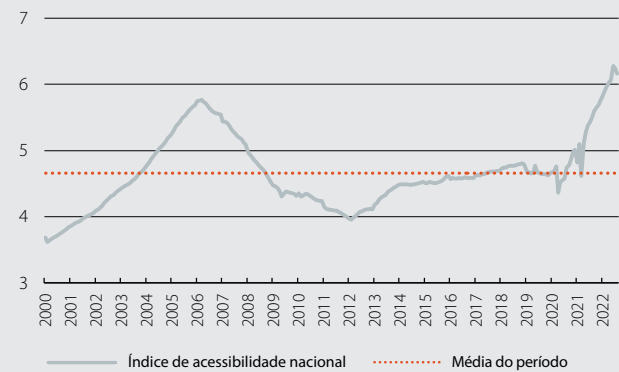
Em segundo lugar, as condições das hipotecas têm sido mais exigentes do que no passado, reduzindo assim estes riscos financeiros. Medidas como o *Mortgage Credit Availability Index*, que capta a evolução dos padrões de empréstimo hipotecário, encontra-se em níveis indicativos de condições favoráveis de empréstimo hipotecário.<sup>4</sup> De igual modo, o *Housing Credit Availability Index*, que mede a percentagem de casas com hipoteca que poderiam entrar em incumprimento, também se encontra a um nível muito baixo.

Por último, uma posição financeira mais saudável das famílias do que em 2007, com um rácio da dívida de cerca de 75% do PIB em meados de 2022, em linha com os níveis de 2001 e distante dos máximos atingidos em 2007-2008 (perto de 100% do PIB), também acrescenta uma importante nuance ao desequilíbrio verificado ao nível dos preços. Por outro lado, o baixo nível de desemprego, de 3,5% em setembro (um mínimo de 50 anos, atingido pouco antes da eclosão da pandemia), é um elemento extra de força para a situação financeira das famílias.

Dando continuidade à análise dos diferentes desequilíbrios que podem afetar o mercado imobiliário, vale a pena referir a escassez da oferta de habitação no país. A título ilustrativo, o número de habitações unifamiliares disponíveis para venda situa-se em mínimos dos últimos 40 anos.<sup>5</sup> Trata-se de uma situação de escassez que vai além dos atrasos na construção face aos recentes problemas de

## EUA: índice de acessibilidade nacional

Preço sobre investimentos \*



**Nota:** \* Com base no rendimento médio do agregado familiar e nos preços das habitações, medido pelo Case-Shiller nacional.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do American Community Survey e da National Association of Realtors, via Refinitiv.

fornecimento global, e que se deve também em parte a políticas rigorosas de ordenamento territorial nos EUA, que favorecem a construção de habitações unifamiliares face a construções com mais inquilinos e que permitiriam esta maior oferta.

Por conseguinte, embora os aumentos dos preços das habitações abrandem nos próximos trimestres (e possivelmente diminuam), este ajustamento será menos acentuado do que se poderia esperar no seguimento das subidas rápidas e contundentes das taxas de juro da Fed.

2. Fed de Dallas, International House Price Database: <https://www.dallasfed.org/institute/houseprice>.

3. Ver Kish, R. J. (2022). «The Dominance of the US 30-Year Fixed Rate Residential Mortgage». *Journal of Real Estate Practice and Education*, 24 (1), 1-16.

4. Índice elaborado pela Mortgage Banker Association.

5. Segundo dados da National Realtor Association: Total inventory single family, que tem série histórica desde 1982.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
<b>Atividade</b>									
PIB real	-3,4	5,9	5,7	3,7	1,8	1,8	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	17,5	16,2	11,2	7,9	8,2	8,0	7,5	...
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	112,9	108,1	103,4	102,2	103,6	107,8	102,5
Produção industrial	-7,2	4,9	4,5	4,8	4,5	4,4	3,9	5,3	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	60,1	57,8	54,8	52,2	52,8	50,9	50,2
Habitacões iniciadas (milhares)	1.396	1.605	1.679	1.720	1.647	1.461	1.566	1.439	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	267	283	299	314	...	310	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	3,5	3,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	59,2	59,9	60,0	60,1	60,1	60,1	60,0
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,2	-3,6	-3,6	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	6,7	8,0	8,6	8,3	8,3	8,2	...
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	5,0	6,3	6,0	6,3	6,3	6,6	...

## JAPÃO

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
<b>Atividade</b>									
PIB real	-4,6	1,7	0,5	0,6	1,6	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	31,0	36,3	38,3	34,8	33,1	31,2	32,5	30,8	29,9
Produção industrial	-10,6	5,6	1,1	-0,6	-3,6	4,0	4,2	9,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	18,0	14,0	9,0	8,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,1	-0,3	-0,3	-1,0	-2,0	-4,1	-3,6	-3,9	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,9	3,0	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	1,5	1,6	1,8	...

## CHINA

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,2	8,1	4,0	4,8	0,4	3,9	-	-	-
Vendas a retalho	-2,9	12,4	3,5	1,6	-4,9	3,5	5,4	2,5	...
Produção industrial	3,4	9,3	3,9	6,3	0,6	4,8	4,2	6,3	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	49,9	49,9	49,1	49,5	49,4	50,1	49,2
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	524	680	680	728	822	903	887	903	903
Exportações	3,6	30,0	23,1	15,7	12,9	10,0	7,0	5,6	-0,6
Importações	-0,6	30,1	23,7	10,5	1,6	0,9	0,3	0,3	-0,7
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	1,8	1,1	2,2	2,7	2,5	2,8	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,4	6,3	6,6	6,9	6,8	7,0	7,2

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	-0,8	5,5	4,2	5,1	0,7	...	-2,0	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	-7,6	9,0	0,3	-0,2	0,4	...	2,5	...	...
Confiança do consumidor	-14,2	-7,4	-7,5	-13,7	-22,4	-26,9	-25,0	-28,8	-27,6
Sentimento económico	88,3	110,8	116,0	111,2	104,0	96,5	97,3	93,6	92,5
PMI indústrias	48,6	60,2	58,2	57,8	54,1	49,3	49,6	48,4	46,4
PMI serviços	42,5	53,6	54,5	54,1	55,6	49,9	49,8	48,8	48,6
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	-1,5	1,4	2,4	3,1	2,7	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	8,0	7,7	7,1	6,8	6,7	...	6,7	6,6	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,7	3,6	3,3	3,1	3,0	...	3,0	3,0	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	8,0	7,9	7,5	7,3	7,6	...	7,3	7,1	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	9,3	9,5	9,0	8,5	8,1	...	7,9	7,9	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	-6,3	5,5	4,8	5,5	4,3	2,1	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	-4,1	2,8	1,2	3,5	1,7	1,1	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	-7,9	7,2	5,1	4,7	4,2	1,0	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	-9,1	7,0	6,5	6,4	4,9	2,6	-	-	-

## Preços

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Inflação geral	0,3	2,6	4,6	6,1	8,0	9,3	9,1	9,9	10,7
Inflação subjacente	0,7	1,5	2,4	2,7	3,7	4,4	4,3	4,8	5,0

## Setor externo

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
<b>Balança corrente</b>	1,8	2,6	2,6	1,8	0,7	...	-0,1	...	...
Alemanha	7,0	7,4	7,4	6,6	5,4	...	4,5	...	...
França	-1,8	0,4	0,4	0,1	-0,5	...	-1,0	...	...
Itália	3,9	3,1	3,1	2,1	0,9	...	-0,1	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	93,8	94,2	92,7	92,5	90,1	88,9	88,5	89,2	90,8

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	6,3	3,5	3,3	4,4	6,1	8,4	8,8	8,9	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,2	3,8	4,1	4,4	4,6	4,5	4,5	4,4	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4	1,8	1,6	2,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	2,1	2,1	2,3	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	12,9	12,6	10,5	9,1	7,7	6,3	6,8	5,5	...
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	-1,5	-0,3	0,9	5,3	4,6	8,1	...
Instrumentos negociáveis	8,1	11,4	9,2	-0,2	1,3	3,9	2,8	8,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6	...

**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 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.