

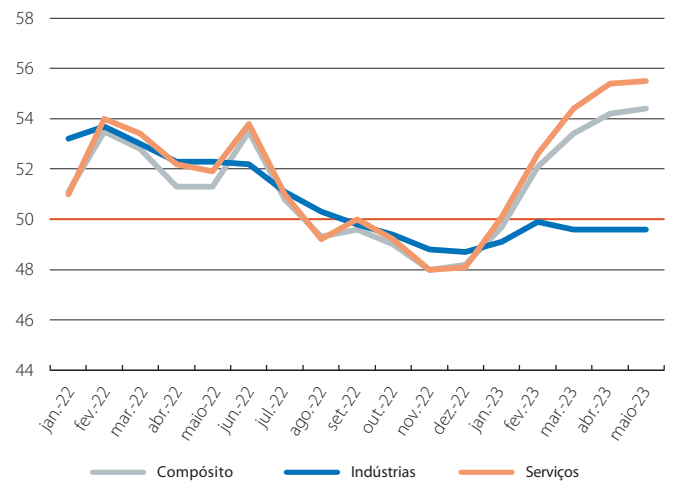
Oscilação térmica na economia internacional

Atividade e inflação a diferentes temperaturas. A economia mundial encerrou o primeiro semestre de 2023 com três grandes dinâmicas. Primeiramente, a atividade económica manteve-se resistente face às perspetivas desfavoráveis que tinham sido projetadas no final de 2022, apoiada por mercados de trabalho sólidos, pelo abrandamento da crise energética, pela normalização dos estrangulamentos, pela recuperação da confiança, pela reabertura da China e pelo dinamismo dos serviços (que continua a mais do que compensar a fraqueza da indústria manufatureira). Em segundo lugar, a inflação registou uma queda continuada em todas as principais economias internacionais, desde os EUA até à China, passando pelo Japão, Rússia, Zona Euro, Brasil, etc. e até na Turquia. No entanto, grande parte da descida reflete a correção da inflação da energia, enquanto as pressões subjacentes sobre os preços estão a abrandar mais gradualmente. Em terceiro lugar, as condições financeiras continuaram a tornar-se mais restritivas, tanto através de novas subidas do banco central como da repercussão de anteriores aumentos das taxas. No entanto, esta dinâmica modificou o seu tom nos últimos meses. Assim, os indicadores mais recentes sugerem um novo arrefecimento da atividade, enquanto a política monetária mais restritiva, que deveria estar prestes a atingir um limite máximo, parece querer ter um pouco mais de margem de manobra.

Sinais de arrefecimento da atividade global. Entre os três gigantes da economia mundial, prevê-se que o crescimento económico abrande nos próximos trimestres nos EUA e na Zona Euro, em resultado de políticas monetárias restritivas (para combater a inflação), mas também devido ao regresso definitivo à normalidade após um ano de 2022 em que alguns efeitos da COVID-19 nos valores do PIB ainda se faziam sentir. Contra estas duas economias avançadas, a China registou uma forte aceleração no início do ano, impulsionada pelo abandono da política de COVID zero. No entanto, vários indicadores sugerem que esta recuperação inicial perdeu força nos últimos meses. Em junho, o PMI composto oficial abrandou para 52,3 (-0,6 pontos em relação a maio), com o PMI da indústria manufatureira na zona de contração e o dos serviços a abrandar (de 54,5 em maio para 53,2 em junho). Esta perda de dinamismo não comprometerá o objetivo das autoridades para o PIB de «cerca de 5%», que parece conservador devido aos efeitos de base, embora tenham começado a anunciar medidas de apoio, como os primeiros cortes nas taxas do PBoC em 10 meses.

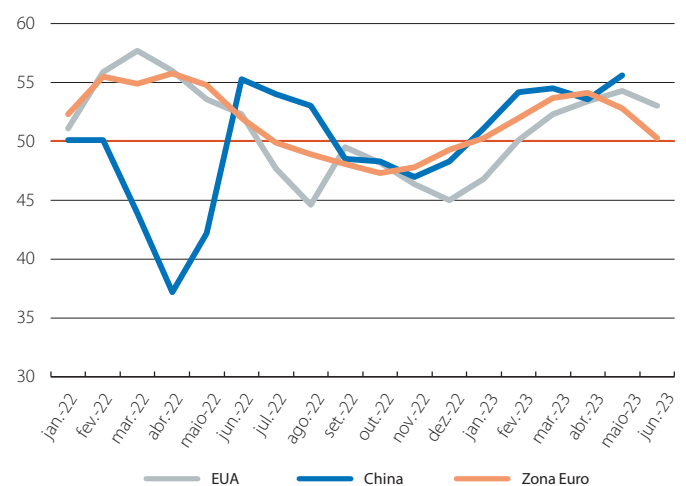
A atividade dos EUA resiste a um ambiente de taxas de juro elevadas. Os indicadores de confiança mantiveram-se em território nitidamente expansionista em junho (PMI composto em 53 e confiança dos consumidores no seu nível mais elevado desde janeiro de 2022), enquanto o mercado de trabalho permaneceu notavelmente forte e o crescimento dos salários sólido (+6,0% homólogos em maio, de acordo com o indicador da Fed de Atlanta), embora os pedidos iniciais de subsídio de desemprego estivessem perto de 260.000 por semana, em média, durante o mês (um valor baixo, mas o pior registo desde o outono de 2021). Em contrapartida, o sector imobiliário voltou a dar sinais favoráveis, com uma recuperação de 12,2% em relação ao mês anterior nas vendas de habitações novas. Globalmente, os dados do segundo trimestre apontam para um crescimento do PIB homólogo trimestral de 0,4%, uma ligeira desaceleração em relação aos 0,5% registados no primeiro trimestre (revistos em alta após uma estimativa preliminar de 0,3%).

Mundo: PMI Índice



Fonte: BPI Research, a partir de dados do S&P Global.

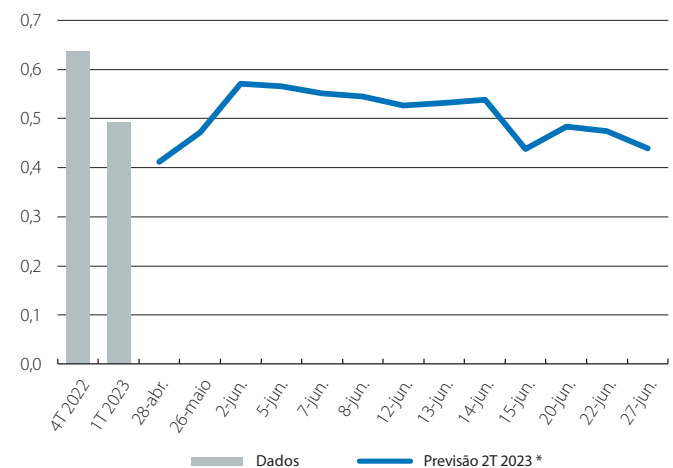
Economias internacionais: PMI composto Índice



Fonte: BPI Research, a partir de dados do S&P Global.

EUA: PIB

Variação homóloga(%)



Nota: * Projeção do modelo GDPNow da Fed de Atlanta.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Fed de Atlanta e da BEA.

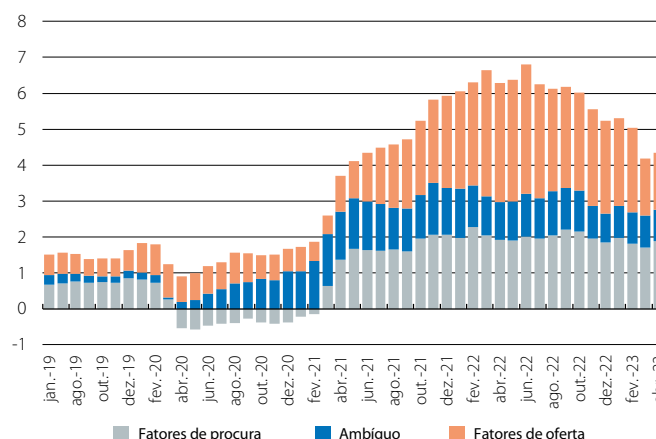
EUA atingem a inflação mais baixa desde março de 2021. A inflação global prosseguiu a sua tendência de moderação em maio e desacelerou para 4,0% em termos homólogos (dados do IPC), menos 9 décimas de ponto percentual do que no mês anterior, graças, sobretudo, a uma descida acentuada dos preços da energia (-3,6% em termos mensais). Os outros elementos do cabaz tiveram um desempenho semelhante ao do mês anterior: confirmam pressões desinflationistas relativamente ao observado em 2022, mas permanecem elevadas, com alguma persistência na inflação subjacente (que exclui alimentos e energia), que caiu 2 décimas de ponto percentual para 5,3% em termos homólogos. No entanto, algumas componentes subjacentes enviaram sinais positivos. A inflação dos serviços não relacionados com a habitação, um indicador acompanhado de perto pela Reserva Federal, desceu para 2,9% (média de três meses da inflação mensal anualizada corrigida de sazonalidade), muito abaixo dos 6,5% registados em 2022.

A Zona Euro, do «mais ao menos» e com disparidades. Por um lado, a indústria continua fraca, com a produção industrial a registar apenas +0,2% em termos homólogos em abril e os PMI da indústria transformadora na zona de contração (44,7 pontos na média do segundo trimestre e 43,6 em junho). Desta forma, os serviços (PMI de 54,6 na média trimestral, embora tenha caído para 52,4 em junho) e o mercado de trabalho (com uma taxa de desemprego de 6,5% em maio, um mínimo histórico) continuam a ser o principal suporte da atividade. Por outro lado, existe também um contraste entre a resiliência das economias periféricas e a fraqueza das economias centrais. Em especial, as revisões estatísticas do PIB do 1.º trimestre confirmaram uma Alemanha em recessão técnica (-0,3% em termos trimestrais em cadeia no 1.º trimestre de 2023 e -0,5% no 4.º trimestre de 2022). A volatilidade da Irlanda (-4,6% em cadeia) e à contração dos Países Baixos (-0,7%), juntou-se a queda do conjunto da Zona Euro (-0,1% em cadeia, após uma estimativa inicial de +0,1%), apesar do dinamismo da Espanha (+0,5%) e da Itália (+0,6%) e de um avanço moderado da França (+0,2%). No entanto, ao longo do segundo trimestre, as disparidades foram resolvidas no sentido descendente, com uma deterioração generalizada dos índices de confiança, tanto entre países como entre sectores, de modo que o PMI composto para o conjunto da Zona Euro passou de cerca de 54,1 pontos em abril para uns tímidos 50,3 em junho, na fronteira entre a expansão e a contração económica. Estas cautelas também se refletiram numa revisão em baixa das expectativas de crescimento para a Alemanha (o Bundesbank prevê -0,3% para o PIB em 2023), embora os últimos dados sugiram alguma recuperação no 2º trimestre.

A inflação europeia cai sem demasiada pressa. Em junho, a inflação global para o conjunto da Zona Euro desceu para 5,5% em termos homólogos (-0,6 p. p. em relação a maio), enquanto, após dois meses de moderação, a inflação subjacente aumentou 1 décima de ponto percentual para 5,4% em termos homólogos. A energia, os produtos alimentares e os bens industriais contribuíram para a desinflação, mas os preços dos serviços voltaram a acelerar. No entanto, este crescimento homólogo nos serviços foi distorcido por um efeito de base da Alemanha (relacionado com descontos nos transportes em 2022) e espera-se que a inflação subjacente retome uma correção gradual nos próximos meses. De facto, uma medida da inflação não afetada por estes efeitos de base aponta para taxas de inflação muito mais baixas, mas ainda elevadas (em particular, o chamado *momentum*, ou seja, a variação do IHPC médio de três meses em relação à média dos três meses imediatamente anteriores, devidamente anualizada e corrigida de sazonalidade, aponta para um valor global de 3,8% e um valor de 4,3% para a subjacente em junho).

EUA: contribuição à inflação PCE

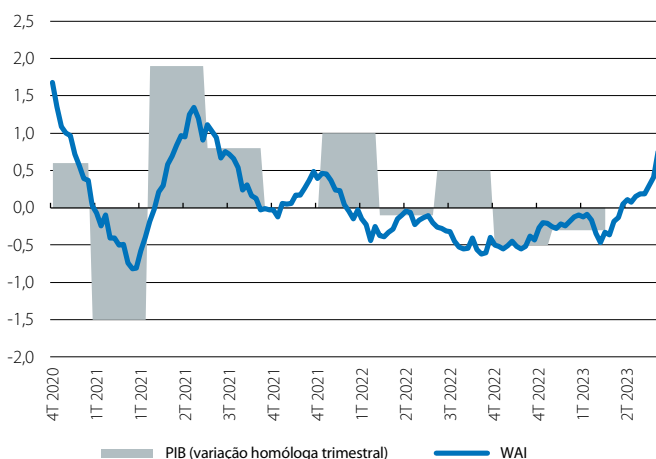
(p. p.)



Notes: Contribuições para a inflação anual do IPC. Os fatores da procura e da oferta são identificados a partir do movimento entre os preços e as quantidades das componentes do IPC.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de São Francisco.

Alemanha: atividade económica

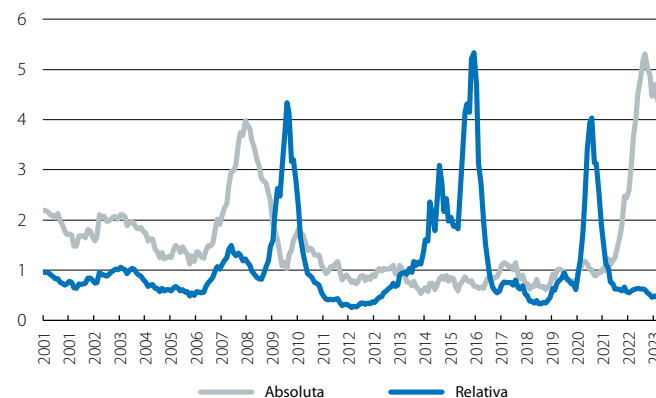
(%)



Nota: O WAI é o indicador semanal de atividade (económica) produzido pelo Bundesbank.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Bundesbank e do Eurostat.

Zona Euro: dispersão da inflação global entre países

Índice



Nota: A dispersão absoluta corresponde ao desvio-padrão entre países; a dispersão relativa é calculada dividindo os valores acima referidos pela média móvel de 6 meses da inflação para o conjunto da Zona Euro.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

O que está a acontecer à indústria do mundo?

Desde o início do ano, vários indicadores mostram uma nítida discrepância entre a atividade da indústria manufatureira e do setor de serviços. Com efeito, os índices PMI mundiais revelam que a atividade industrial tem vindo a arrefecer desde o início do ano passado (estando já estagnada ou em declínio em alguns países), ao passo que o sector dos serviços tem revelado uma recuperação notável.

Parte desta discrepância entre a indústria manufatureira e os serviços deve-se à sua diferente natureza cíclica. O consumo de bens duradouros e a produção industrial são altamente cíclicos e sensíveis a alterações nas condições monetárias. Por conseguinte, é evidente que o aumento significativo da restritividade das condições monetárias mundiais desde o início de 2022, acabou por arrefecer a atividade no sector industrial. No entanto, há outras razões para que a atual discrepância setorial atinja o seu nível mais elevado desde a crise financeira de 2008.

As consequências da pandemia ainda se fazem sentir

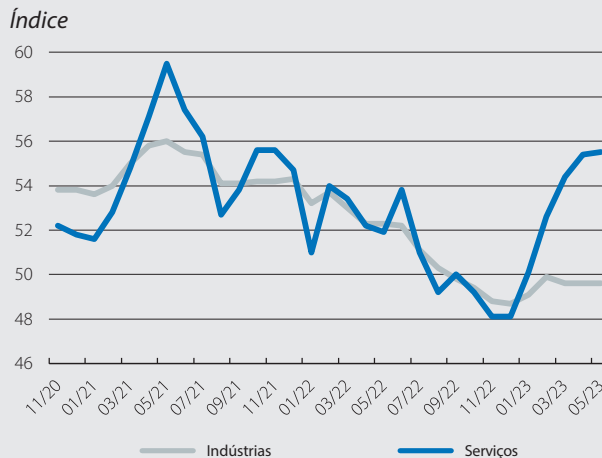
O eclodir da COVID e as medidas de confinamento adotadas causaram uma perturbação sem precedentes nas cadeias de abastecimento mundiais. Com a lenta retoma da atividade, as empresas começaram a acumular inventários como «medida de precaução». Além disso, à medida que as restrições foram levantadas, os consumidores redirecionaram as suas despesas para os serviços, em detrimento das despesas em bens, especialmente bens duradouros. Estes dois elementos explicam porque é que o sector industrial se encontra com níveis muito elevados de inventários que limitam o progresso da sua produção. De facto, quanto mais elevado for o nível de existências atingido, mais fraco será o desempenho da nova produção na indústria. Podemos constatar facilmente esta relação através dos inquéritos PMI, que mostram que o problema dos inventários é particularmente acentuado nos países da Zona Euro. Além disso, a persistência de um elevado apetite por serviços à escala mundial não aponta para uma retoma substancial e sustentada da atividade industrial nos próximos meses.

China: arrasto ou lastro?

As esperanças de que a reabertura da China fosse o catalisador da economia mundial em geral, e da atividade industrial em particular, estão a ser goradas. O bom início do ano para a economia chinesa, após o fim de três anos de políticas de COVID-19 zero, deu lugar a uma fase de apatia: até agora, este ano, a sua produção industrial cresceu apenas 4% (9% em média entre 2010 e 2019) e as importações diminuíram 7%. Os países mais afetados pela fraqueza das importações chinesas são os que têm relações comerciais mais estreitas, incluindo a Coreia do Sul, o Japão, Taiwan e os países da ASEAN, que, no seu conjunto, representam quase um terço das importações chinesas, bem como a UE, com 14%, os EUA com 8% e a Austrália com 7%.

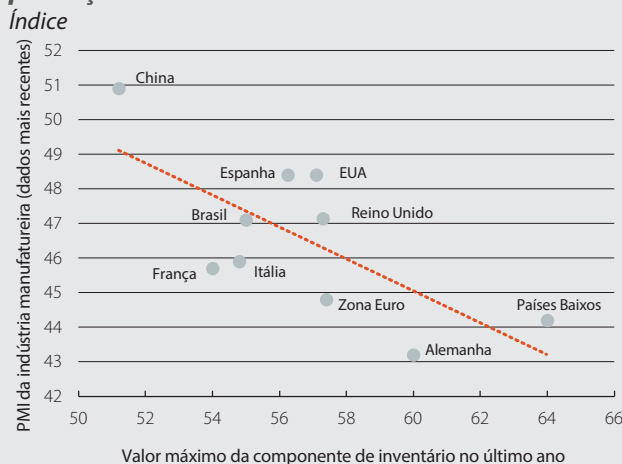
Mas, para além disso, o padrão de crescimento da economia chinesa é muito diferente do que se verificou noutras

Global: PMI



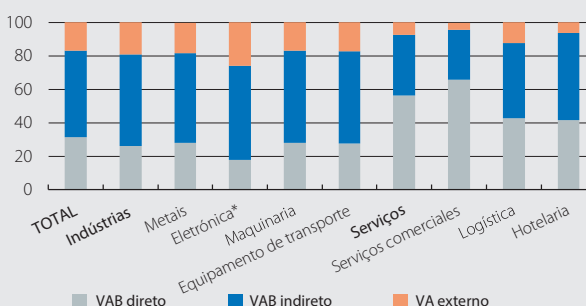
Fonte: BPI Research, com base nos dados do PMI Markit, via Refinitiv.

PMI da indústria manufatureira: inventários vs. produção



Fonte: BPI Research, a partir de dados de PMI Markit.

China: decomposição da produção bruta (% da produção bruta total e sectorial)



Notas: A produção bruta no total, e em cada sector, é a soma do valor acrescentado bruto (VAB) direto, com origem direta no sector final de produção, e do VAB indireto, com origem noutras sectores do mesmo país e depois incorporado no produto final, e o valor acrescentado externo, gerado no estrangeiro e incorporado nas importações. O cálculo do VAB indireto inclui também o chamado VAB reimportado (ou seja, produtos ou serviços originalmente gerados no mesmo país, exportados e depois reimportados como parte de um produto ou serviço intermédio e incorporados no produto final no sector de destino).

* O sector da eletrónica inclui computadores, produtos eletrónicos e elétricos.

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

fases de recuperação: o motor desta retoma é o consumo privado,¹ em especial nos serviços, que tem uma menor capacidade de «arrastamento» sobre os outros sectores nacionais e sobre a economia internacional. No terceiro gráfico, subdividimos a produção bruta da economia chinesa em (i) valor acrescentado bruto (VAB) gerado diretamente por um sector (VAB direto); (ii) o VAB que um determinado sector gera indiretamente noutros sectores do próprio país (VAB indireto), e (iii) o VA que é gerado no estrangeiro e importado pela China (VA externo). Por outras palavras, tanto o VAB indireto como o VA externo dão-nos um sinal da capacidade do «efeito de arrastamento» interno e externo, respetivamente, de cada sector específico.

Verificamos que o sector da indústria manufatureira tem um importante efeito de arrastamento externo (em particular nas indústrias cujas cadeias de valor estão mais integradas globalmente, como a eletrónica). Em contrapartida, os serviços (em particular os serviços de natureza presencial, como a hotelaria e a restauração) têm um efeito de arrastamento externo muito menor, o que explica que o atual padrão de recuperação da economia chinesa não esteja a «puxar» a economia mundial.

Com efeito, os dados apontam nesse sentido. Por exemplo, o crescimento das exportações da UE para a China até agora este ano é de apenas 2,0%, em comparação com taxas de cerca de 10% entre 2010 e 2019. É também de salientar a fraqueza do sector das máquinas e do material de transporte,² que representa 50% do total das exportações europeias para a China, e que diminuiu 8% este ano (para o resto do mundo cresceu 15%).³

A indústria europeia enfrenta os seus próprios desafios

A crise energética provocada pela guerra na Ucrânia está a afetar particularmente a indústria na Europa. No âmbito da sua estratégia para reduzir o impacto do aumento substancial dos preços da energia no último ano e dissociar o continente do abastecimento de gás russo, a UE propôs um plano para reduzir o consumo de gás em, pelo menos, 15%, com efeitos entre agosto de 2022 e 31 de março de 2024. Esta meta foi atingida e contribuiu para que o nível das existências atingisse um nível recorde para a época. Com base nos dados do Eurostat, a partir de agosto de 2022, o consumo de gás na Europa é quase 18% inferior à média registada no mesmo período dos cinco anos anteriores. Este ajustamento, que foi realizado graças aos esforços das

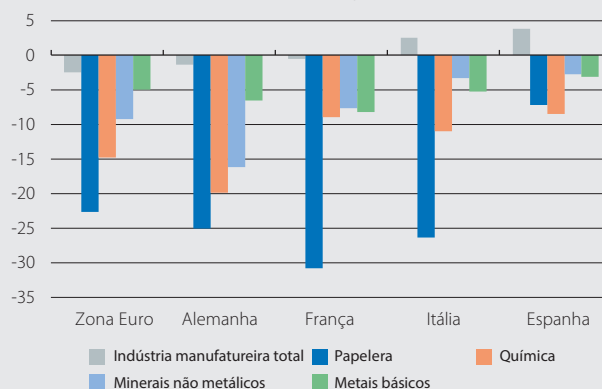
1. Estima-se que o consumo privado tenha contribuído com 3 p. p. para o crescimento de 4,5% no 1T 2023 (em comparação com 1,6 p. p. do investimento e -0,1 p. p. do comércio externo), enquanto em períodos de recuperação anteriores, o «trabalho pesado» recaiu sobre o investimento, por exemplo, após a crise financeira de 2008, quando em 2009-2010 a China registou um crescimento médio de 10% e uma contribuição média do investimento de mais de 6 p. p.

2. Conforme a definição utilizada pelo Eurostat (SITC Rev. 3), a gama de produtos do sector das máquinas e do material de transporte é extensa e inclui a maioria dos produtos de alta tecnologia. Estes incluem maquinaria industrial, telecomunicações, produtos elétricos e eletrónicos, bem como equipamento de transporte.

3. Utilizamos dados de exportação mensais do Eurostat a nível agregado e setorial. Últimos dados disponíveis: abril de 2023. Acresce que, no caso da China, deve ser recordado o efeito de base «favorável», relacionado com a vaga de confinamentos sofrida no país entre fevereiro e maio de 2022.

Zona Euro: produção na indústria manufatureira e nos sectores de elevada intensidade energética

Varição acumulada desde o início da guerra na Ucrânia (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

famílias e da indústria, também se reflete no desempenho da atividade industrial.

De facto, os sectores mais afetados são os que têm maior intensidade energética: como o papel, os produtos químicos, os metais de base e os minerais não metálicos (incluindo o cimento e o betão), são responsáveis por 65% do gás total e 54% da eletricidade consumida por toda a indústria na UE. Além disso, a Alemanha e a Itália foram as economias mais expostas ao gás russo (em 2021, o gás russo representou mais de 60% e 40%, respetivamente, do total das importações de gás), o que explica por que razão os seus setores com utilização intensiva de energia foram mais afetados do que a média da Zona Euro. Embora as perspetivas para o cenário energético tenham melhorado nos últimos meses, a indústria europeia enfrenta desafios significativos no processo de dissociação da Rússia, bem como na descarbonização da economia.⁴

Um ambiente difícil para a indústria

A fraqueza da indústria global é uma consequência de vários fatores e não é provável que haja uma reviravolta sustentada a curto prazo. Os consumidores continuam a dar prioridade às despesas em serviços, em detrimento do consumo de bens duradouros, tal como indicam vários inquéritos de confiança. Parte desta procura mais fraca de bens de consumo duradouros deve-se à persistência de condições monetárias restritivas, que continuarão a pesar sobre a produção industrial. Mais ainda, mesmo que a China retome o seu padrão de crescimento, prevê-se que cresça a menos de 5,0% nos próximos anos, em comparação com uma média de 8% na década anterior à pandemia, pelo que o seu efeito de arrastamento sobre a indústria mundial será também menor. Acrescem a estes fatores as mudanças estruturais provocadas pelas novas tendências de desglobalização – que conduzirão à minimização dos riscos geopolíticos nas cadeias de valor, deslocalizando partes destas para países geográfica ou politicamente mais próximos –, às quais dedicaremos certamente outros artigos no futuro.

4. Ver Sgaravatti, G., Tagliapietra, S. e Zachmann, G. (2023). «Adjusting to the energy shock: the right policies for European industry». Policy Brief 11/2023, Bruegel.

Inflação europeia: princípio do fim ou fim do princípio?

A inflação na Zona Euro tem vindo a diminuir sustentadamente (-5 p.p. desde que atingiu o seu pico no outono passado) por uma razão nítida: a energia. As pressões sobre os preços da energia dissiparam-se a uma intensidade e ritmo proporcionais ao impulso que tiveram em 2022. A questão que se coloca agora é se a inflação vai continuar a cair abruptamente para 2% ou se, tal como um veleiro, após sair do porto, vai encontrar novas correntes de ar que o empurrem. Por outras palavras, com a flexibilização da energia, começa o fim da inflação ou inicia-se um novo capítulo de inflação mais baixa do que em 2022, mas com mais resistência a novas reduções?

Desinflação recente

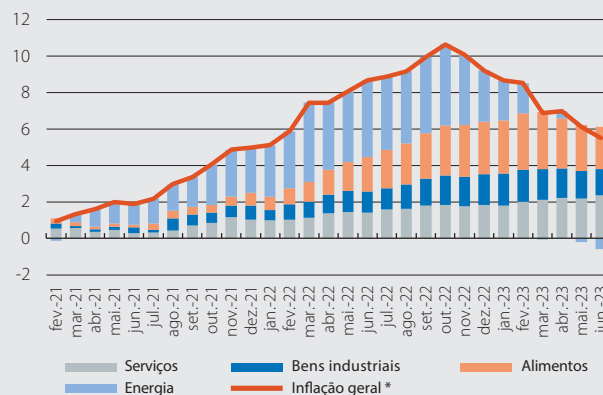
A analogia entre a inflação e a navegação não é gratuita. Conforme mostra o primeiro gráfico, a inflação, no seu início, era essencialmente uma questão de energia: responsável por 50% da inflação total, a energia exerceu uma forte pressão em 2021 e 2022. Em 2023, a sua contribuição direta caiu para zero, mas deixa atrás de si uma inflação mais elevada no resto do cabaz: alimentos, bens e serviços.

A inflação mais elevada destas componentes é, em grande medida, um efeito indireto dos custos da energia na produção de alimentos, bens e serviços. Além disso, os produtos alimentares e industriais sofreram as suas próprias pressões (guerra na Ucrânia e estrangulamentos nas cadeias de abastecimento mundiais), que se repercutem noutros preços. Com o abrandamento dos preços da energia e dos produtos alimentares nos mercados internacionais, e a normalização total dos estrangulamentos (desde há meses), estes efeitos indiretos estão também a desaparecer. De facto, a desinflação já é visível nos últimos dados. Em maio, a inflação em todas as principais componentes do IHPC da Zona Euro diminuiu (numa sincronia não observada desde 2013 e praticamente ininterrupta em junho). Além disso, as leituras mais «em tempo real» mostram uma inflação mais próxima dos 3%-4% do que dos 5%-6% indicados pelas variações homólogas (ver segundo gráfico).¹

Há toda uma bateria adicional de preços que dá confiança nesta moderação da inflação. Os preços no consumidor, tal como captados pelo IPC, são o resultado de uma cadeia de formação de preços. Os indicadores disponíveis ao longo desta cadeia evoluem praticamente numa única direção: desde as intenções de fixação de preços das empresas (ver terceiro gráfico) até aos preços da produção industrial e aos preços dos produtos alimentares à saída da explora-

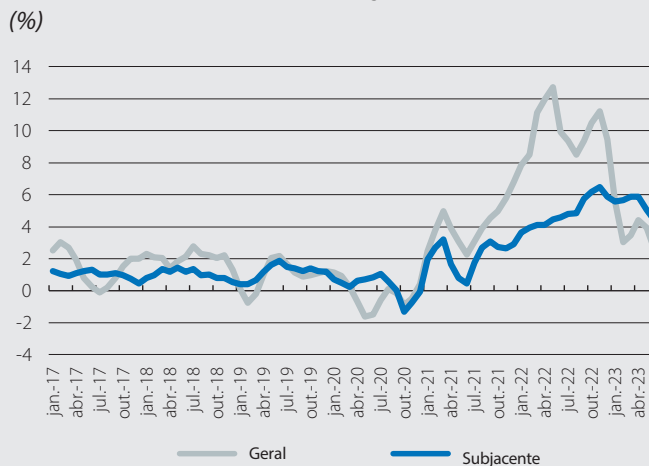
1. Numa base anual, a inflação reflete não só o crescimento dos preços no último mês, mas também o dos 11 meses anteriores. Em contrapartida, a inflação trimestral ou mensal (devidamente corrigida de sazonalidade e anualizada) fornece um sinal mais recente (mas também mais volátil).

Zona Euro: contribuição para a inflação geral (p.p.)



Nota: * Variação homóloga.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

Zona Euro: inércia da inflação *



Nota: * A inércia é definida como a variação anualizada da média trimestral do IHPC em relação aos três meses anteriores (ajustada sazonalmente).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

Zona Euro: intenções de preços de venda conforme inquéritos da empresa

Balço (%)*



Nota: * Diferença entre o número de empresas que esperam «aumentos» de preços e as que esperam «diminuições» de preços.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

ção (ver quarto gráfico), está a instalar-se uma desinflação setorial generalizada. E, à medida que se filtra pela cadeia, tornar-se-á mais visível nos preços ao consumidor nos próximos trimestres.

Por conseguinte, devido à continuação do desanuiamento dos preços da energia e dos produtos alimentares e ao bom funcionamento da cadeia de fornecimento mundial, os ventos da inflação serão conduzidos numa direção diferente: o aumento das margens e dos salários, no seu esforço para atenuar a perda de poder de compra que a inflação passada impôs às empresas e às famílias. Devido à sua maior intensidade de mão de obra, os serviços do IPC podem ser mais sensíveis a esta dinâmica salarial. No entanto, os serviços também sofrem do efeito desfasado dos fluxos originais (energia, alimentação e estrangulamentos), tal como se reflete em itens como os serviços de transporte, restaurantes e hotéis ou serviços de manutenção e reparação.² Tal como o resto do cabaz, estes tipos de serviços perderão força e, de facto, a desinflação já é perceptível em várias medidas de inflação subjacente (ver quinto gráfico).

Passos seguintes

Paralelamente ao desaparecimento dos fluxos originais, a desinflação será acompanhada de volatilidade, de efeitos de base e do novo fluxo de margens e salários nos próximos meses. Em primeiro lugar, não só existem fatores idiossincráticos que, ocasionalmente, geram volatilidade (como os subsídios aos transportes na Alemanha),³ como a retirada das medidas fiscais contra a crise energética terá um efeito de base significativo na inflação da área do euro: +0,5 p. p. em 2024, conforme as estimativas do BCE.⁴

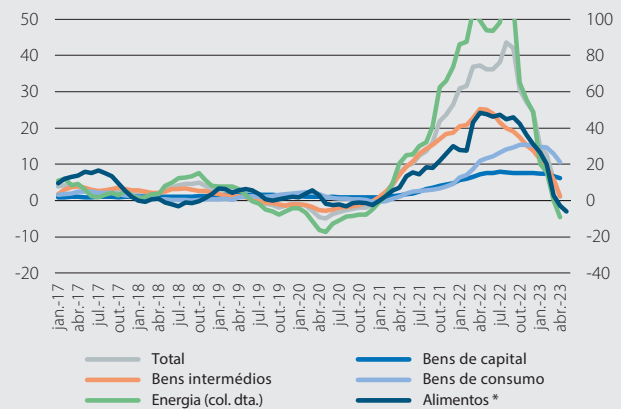
Ainda assim, a economia chinesa também pode desempenhar um papel importante. Por um lado, o abandono da política de COVID-19 zero ajudará a evitar distorções na cadeia de fornecimento mundial, como as que afetaram os preços em 2021-2022. Por outro lado, a força da retoma inicial da economia chinesa suscitou receios de pressão sobre os preços internacionais das matérias primas, mas os dados mais recentes revelam uma perda de dinamismo que, para a inflação europeia, poderá proporcionar um alívio adicional.

Por último, vários estudos apontam para o papel crescente das margens e dos salários.⁵ No que respeita à política

2. Todos eles com taxas de inflação de cerca de 8% nos últimos meses.
 3. Concretamente, entre junho e agosto de 2022, o Governo alemão lançou um «bilhete de 9 euros» que permitiria viajar em autocarros e comboios em toda a Alemanha. Consoante as estimativas do instituto de estatística (Destatis, comunicado de imprensa n.º 296, de 13 de julho de 2022), a medida reduziu a inflação alemã nesses meses em 1 p. p., um efeito que, entre junho e agosto de 2023, irá contrariar e fazer-se sentir no conjunto da zona euro (a Alemanha tem um peso de quase 30% no cabaz do IHPC).
 4. Projeções macroeconómicas do BCE de março de 2023.
 5. Ver a última entrada no blog do FMI (26/06/2023), *Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains*.

Zona Euro: preços de produção

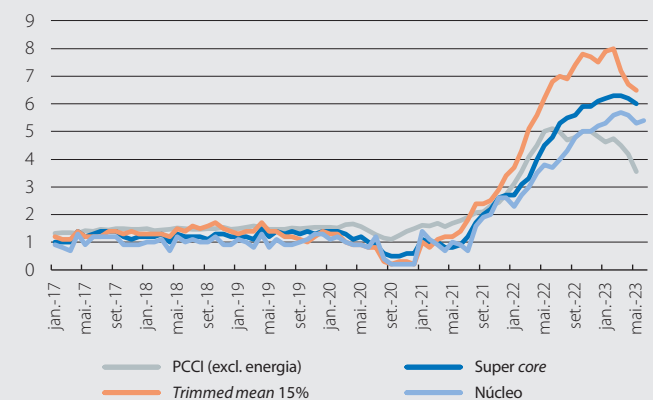
Variação homóloga (%)



Nota: * Índice de preços no produtor compilado pelo BCE.
 Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e do BCE.

Zona Euro: medidas de inflação subjacente

Variação homóloga (%)



Nota: A inflação base exclui a energia e os produtos alimentares; a trimmed mean 15% exclui 15% de componentes mais voláteis; o Super core inclui apenas as componentes da inflação subjacente que são sensíveis ao ciclo económico (output gap), e o PCCI é a média de uma componente comum de baixa frequência nos países da Zona Euro.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

monetária, um argumento que dá alguma segurança quanto ao papel das margens é o facto de a sua defesa ser limitada pela força da procura agregada – uma procura que provavelmente arrefecerá com a maior restritividade das condições financeiras.

No que respeita aos salários, os dados disponíveis sugerem que, longe de entrarem em espiral, estão enquadrados por um crescimento que atenua a perda de poder de compra. Por exemplo, a remuneração por trabalhador avançou 5,2% em termos homólogos no 1.º trimestre de 2023 e acumulou um crescimento de 10% desde o 4.º trimestre de 2020. No entanto, quando ajustado à inflação, este ganho transforma-se num declínio acumulado de 5%. Até 2023, as previsões, como as do BCE, apontam para um crescimento salarial ligeiramente superior a 5%, com a remuneração real (ajustada à inflação) por trabalhador ainda 3% abaixo dos níveis registados antes da

guerra na Ucrânia. Além disso, indicadores mais avançados, como o Indeed.com (ver último gráfico), sugerem que, para além da recuperação «mitigadora» dos últimos meses, não se regista qualquer nova aceleração salarial. Com estes números de um lado do balanço, razoavelmente em linha com a perspectiva de desinflação gradual, do outro lado a política monetária é confrontada com a incerteza quanto à evolução futura dos salários – incerteza acentuada pelos níveis de emprego em máximos históricos e pelo desemprego em mínimos históricos. O futuro ainda está por escrever, mas nos EUA, onde o mercado de trabalho tem sido nitidamente mais apertado desde há algum tempo e onde o crescimento dos salários tem sido um pouco mais elevado, os estudos sugerem que a contribuição dos salários para o crescimento do IPC tem sido até agora quantitativamente modesta.⁶

Zona Euro: salários

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat, do BCE e do Indeed.com.

6. Ver Shapiro, A. H., (2023), «How Much Do Labor Costs Drive Inflation?», FRBSF Economic Letter, e Bernanke, B. e Blanchard, O. (2023), «What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?» Hutchins Center Working Paper n.º 86.

Sector imobiliário chinês: devagar, mas com segurança

Desde a sua liberalização na década de 1990 até à notável correção do sector em 2021, o mercado imobiliário chinês foi uma das forças motrizes da economia. Após anos de forte crescimento, em 2016, a famosa frase «a habitação é para viver, não para especular» começou a inundar as manchetes dos jornais e a refletir as preocupações emergentes dos decisores políticos sobre a sustentabilidade do sector. Assim, depois de uma primeira tentativa em 2017, em agosto de 2020 os reguladores intervieram no mercado com as famosas «três linhas vermelhas», políticas restritivas que procuravam controlar o endividamento excessivo dos promotores imobiliários.¹ Foi no contexto desta regulamentação que os elevados níveis de endividamento suportados pelos principais promotores acabaram por conduzir aos problemas da Evergrande em meados de 2021,² acontecimento que desencadeou o contágio a outros promotores e deu lugar a uma fase de correção das transações e dos preços da habitação.

Para remediar a situação, no início de 2022, os principais reguladores do país anunciaram um plano de ação para aliviar as medidas restritivas tomadas em 2020 e atenuar a escassez de liquidez dos promotores que Pequim considera de «boa qualidade». Nesta fase da conjuntura económica, abordamos agora a evolução recente do sector imobiliário, com destaque para os preços da habitação, as vendas e a saúde financeira dos agentes envolvidos.³

A correção no sector imobiliário

O índice de referência para os preços do sector imobiliário chinês é o preço médio das novas habitações nas 70 principais cidades da China. Este registou taxas de crescimen-

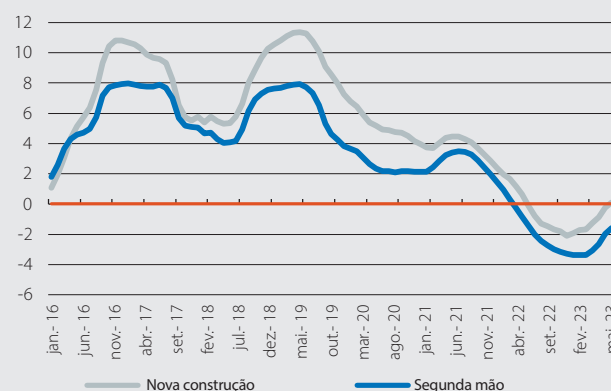
1. Estas incluem um limite de 70% no rácio de passivos em relação a ativos, um limite de 100% no rácio de alavancagem líquida e um coeficiente mínimo de 1 no rácio de liquidez (em relação à dívida de curto prazo). Consoante o número de «linhas vermelhas» que não cumpram, os promotores enfrentam limites diferentes para o crescimento da sua dívida e, no limite, podem perder o acesso ao crédito.

2. A Evergrande é o maior promotor imobiliário da China e do mundo em termos de ativos. Com um passivo de mais de 300.000 milhões de dólares, entrou em incumprimento das suas obrigações em 2021. Depois de não ter cumprido as suas obrigações financeiras, a Evergrande entrou numa situação de «insolvência cruzada» (*cross-default*), em que o incumprimento de um único credor é suficiente para que outros possam reclamar os seus empréstimos. As suas ações em Hong Kong foram congeladas e estima-se que a empresa tenha perdido cerca de 90% do seu valor desde esse ano. Nos últimos anos, fornecedores e credores reclamaram centenas de milhares de milhões de dólares em faturas pendentes.

3. Por um lado, as famílias, devido aos elevados montantes de entrada quando contraem um empréstimo hipotecário, têm mantido dívidas hipotecárias relativamente baixas. No entanto, a dívida hipotecária aumentou nos últimos anos e os números oficiais não incluem a parte da dívida relativa ao *shadow banking*. Por outro lado, a situação dos principais promotores continua a apresentar problemas de solvabilidade. Ver Focus: «O sector imobiliário chinês (parte II): aterragem de emergência ou voo a baixa altitude?» no documento IM03/2022 para mais informações sobre a situação financeira, a notação de crédito e a estrutura da dívida dos maiores promotores chineses.

China: preços médios das habitações nas 70 maiores cidades

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Instituto Nacional Estatístico da China.

to extraordinárias durante o período 2016-2019, atingindo um pico de mais de 11% em termos homólogos anuais em abril de 2019. Desde então, os preços das casas novas sofreram uma correção, com taxas negativas durante a maior parte de 2022 e atingindo o seu ponto mais baixo em outubro, altura em que começaram a recuperar gradualmente. Por conseguinte, conforme os dados mais recentes, o preço médio das habitações recém-construídas aumentou timidamente em maio de 2023 (+0,1% em termos homólogos vs. -0,2 em abril e -0,8% em março), o primeiro aumento nos últimos 13 meses.

No entanto, as leituras tornaram-se cada vez mais díspares e reflectiram um comportamento divergente do mercado imobiliário entre os diferentes tipos de cidades, classificadas como de nível 1, de nível 2 e de nível 3 e inferior.⁴ Enquanto as duas primeiras já registam uma evolução positiva dos preços em relação a 2022, as cidades do nível 3 e inferior continuam a registar quedas substanciais de preços. O mesmo acontece com os preços das casas em segunda mão.

Entretanto, as vendas de casas começaram a cair de forma generalizada no início de 2022, embora o seu ritmo de crescimento já estivesse a abrandar desde meados de 2021. A contração máxima foi atingida em maio de 2022, com uma queda de mais de 34% em termos homólogos anuais. Recentemente, e após o abandono das políticas de COVID-19 zero, o sector começou a dar os primeiros sinais de recuperação, com uma retoma das vendas e das compras em março último. Após uma recuperação inicial, impulsionada principalmente pela libertação da procura reprimida pela COVID, desde abril que os indicadores têm

4. O nível 1 inclui as quatro cidades economicamente mais desenvolvidas; o nível 2, as 15 seguintes, e o nível 3, o resto.

vindo a abrandar, especialmente no que diz respeito às vendas de novas habitações e às vendas de terrenos para construção habitacional. A conclusão de novas habitações foi a exceção, com taxas anuais superiores a 30%, principalmente devido a políticas destinadas a garantir a entrega de casas pré-vendidas.

Situação atual

A atual fase do ciclo imobiliário é diferente das que poderíamos ter encontrado no passado, visto que as autoridades são muito mais cautelosas na escolha e implementação de medidas expansionistas para reanimar o sector imobiliário, dando prioridade a uma recuperação sustentável e sem desequilíbrios. A isto soma-se a revisão das perspetivas de crescimento da procura de habitação, que se estima ser inferior ao anteriormente previsto,⁵ e pelo facto de as autoridades estarem empenhadas em dar prioridade à utilização de recursos em sectores mais estratégicos, como a inovação e o desenvolvimento tecnológico.

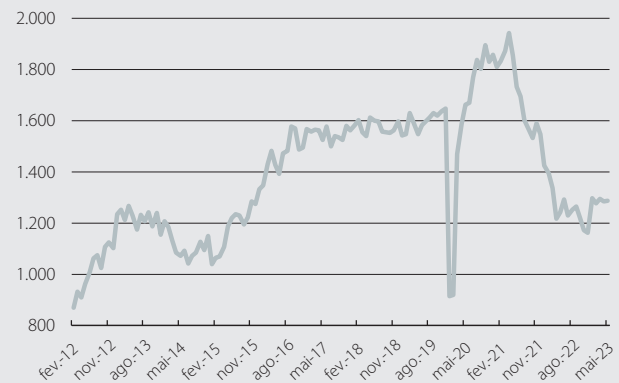
No entanto, houve medidas de flexibilização, mas de carácter muito mais específico. Assim, verificou-se uma flexibilização das condições de crédito para os novos compradores de habitação (em abril de 2023, a taxa média das hipotecas para os novos compradores, era de quase 160 p.b. inferior ao de outubro de 2021), foi concedido apoio financeiro adicional aos promotores para garantir a entrega de habitações pré-vendidas⁶ e, também, como um maior incentivo político à urbanização e à habitação pública, entre outras medidas. Além disso, a recente ronda de cortes nas taxas de juro pelo Banco Popular da China também deu algum fôlego ao sector.

5. Em particular, esta perspetiva de baixa reflete o envelhecimento da população chinesa (exacerbado pela lei do filho único em vigor de 1982 a 2015) e um ritmo mais lento de migração das zonas rurais para as zonas urbanas.

6. Estas incluem novos objetivos quantitativos para o crescimento do crédito, regimes de garantia de obrigações e a concessão de empréstimos improdutivos a promotores selecionados. Além disso, os requisitos de depósito de garantia pré-venda para os promotores elegíveis também foram flexibilizados e os limites de concentração de empréstimos imobiliários para os bancos foram adiados.

China: venda de habitação nova

(Milhões de m²) *



Nota: * Ajustado sazonalmente e anualizado.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do CEIC, do Wind e do Capital Economics.

Em suma, a evolução recente dos preços e das vendas da habitação, bem como outros indicadores avançados (como os PMI),⁷ sugerem que, em 2023, o sector imobiliário iniciou uma recuperação, embora gradual. Após uma recuperação inicialmente forte, impulsionada pela procura reprimida durante a pandemia, o sector será apoiado de forma mais seletiva pelas autoridades nos próximos meses, com a intenção de procurar um crescimento mais sustentável.

7. O índice de construção compilado pelo Instituto Oficial de Estatística da China tem sido muito otimista nos primeiros cinco meses do ano, tendo atingido o seu pico (65,6 pontos) em março.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Atividade									
PIB real	5,9	2,1	1,8	1,9	0,9	1,8	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	8,9	9,4	7,5	5,9	3,8	3,9	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	103,4	102,2	104,2	105,5	103,7	102,5	109,7
Produção industrial	4,4	3,4	3,8	3,5	1,8	1,3	0,4	0,2	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	55,0	52,2	49,1	48,3	47,1	46,9	46,0
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.636	1.446	1.405	1.375	1.340	1.631	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	306	313	310	303	302	304,8	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,7	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	59,9	60,0	60,0	60,1	60,4	60,3	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,6	-3,7	-4,0	-3,9	-3,7	-3,6	-13,0	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	8,6	8,3	7,1	6,7	4,9	4,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,6	6,2	6,0	6,3	6,0	5,7	5,5	5,3	...

JAPÃO

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Atividade									
PIB real	2,2	1,0	1,8	1,5	0,4	1,9	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	32,4	31,0	30,4	30,7	35,4	36,0	36,2
Produção industrial	5,8	0,0	-3,4	3,7	0,7	-1,8	0,2	3,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	9,0	8,0	7,0	1,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	-3,7	-2,0	-3,0	-3,8	-4,0	-14,9	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	-0,2	2,5	2,4	2,9	3,9	4,1	3,5	3,2	...
Taxa de inflação subjacente	-0,5	1,1	0,8	1,5	2,8	3,0	4,1	4,2	...

CHINA

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Atividade									
PIB real	8,4	3,0	0,4	3,9	2,9	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	-0,8	-4,6	3,5	-2,7	5,8	18,4	12,7	...
Produção industrial	9,3	3,4	0,6	4,8	2,8	3,2	5,6	3,5	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	49,1	49,5	48,1	51,5	49,2	48,8	49,0
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	681	890	825	910	890	938	977,3	962,8	...
Exportações	30,0	7,1	12,9	10,0	-6,8	0,1	8,0	-8,0	...
Importações	30,0	1,0	1,1	0,3	-6,4	-7,0	-7,9	-4,5	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	2,2	2,7	1,8	1,3	0,1	0,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,6	6,9	7,1	6,8	6,9	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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Vendas a retalho (variação homóloga)	5,4	1,0	1,1	-0,5	-2,5	-2,5	-2,6	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	9,8	2,3	2,1	3,5	2,1	0,5	0,2	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-22,7	-26,9	-26,9	-26,9	-17,5	-17,4	-16,1
Sentimento económico	110,7	101,9	103,9	96,5	96,5	96,5	98,9	96,4	95,3
PMI indústrias	60,2	52,1	54,1	49,3	49,3	49,3	45,8	44,8	43,4
PMI serviços	53,6	52,1	55,6	49,9	49,9	49,9	56,2	55,1	52,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,5	...	2,8	1,8	1,6	1,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	...
França (% pop. ativa)	7,9	7,3	7,5	7,2	7,2	7,1	7,0	7,0	...
Itália (% pop. ativa)	9,5	8,1	8,1	8,0	7,9	7,9	7,8	7,6	...
PIB real (variação homóloga)	5,5	3,5	4,3	2,5	1,8	1,0	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	2,8	1,9	1,7	1,4	0,8	-0,5	-	-	-
França (variação homóloga)	6,8	2,5	4,0	1,1	0,6	0,9	-	-	-
Itália (variação homóloga)	7,3	3,9	5,0	2,5	1,5	1,9	-	-	-

Preços

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Inflação geral	2,6	8,4	8,0	9,3	10,0	8,0	7,0	6,1	5,5
Inflação subjacente	1,5	3,9	3,7	4,4	5,1	5,5	5,6	5,3	5,5

Setor externo

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Balança corrente	2,5	-1,2	0,6	-0,8	-1,2	-0,5	-0,4	...	...
Alemanha	7,8	4,2	6,0	4,7	4,2	4,4	4,7	...	...
França	0,4	-2,2	-0,4	-1,4	-2,2	-1,9	-1,8	...	...
Itália	3,1	-1,2	0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-0,8	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	90,8	90,2	88,9	91,7	93,1	94,5	93,6	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2021	2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	04/23	05/23	06/23
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,5	6,7	6,2	8,5	7,9	5,7	4,6	4,0	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,8	4,4	4,6	4,4	4,0	3,2	2,5	2,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	3,8	4,3	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,3	2,0	1,5	2,1	2,9	3,7	4,0	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,6	6,3	7,8	6,4	1,8	-3,4	-6,2	-7,5	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	0,9	5,3	12,0	17,6	21,0	22,5	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,6	2,2	4,1	7,5	19,4	21,5	24,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	0,2	0,4	1,1	1,8	2,3	...	...

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.