

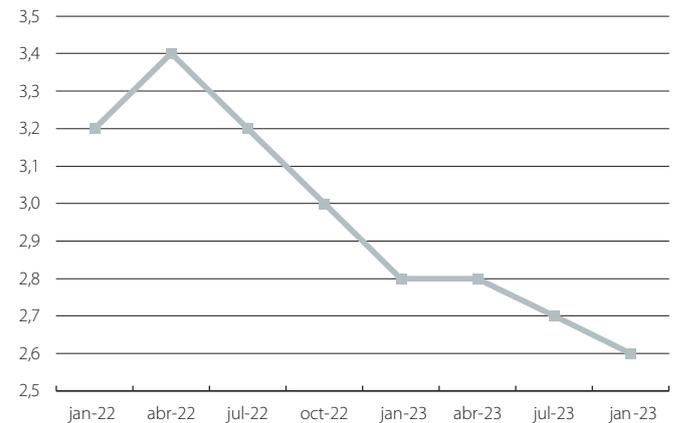
## Expetativas pessimistas e cautela na economia internacional

**A incerteza continua à medida que o ano se aproxima do fim.** A economia mundial enfrenta o final de 2023 e o início de 2024 com um arrefecimento a velocidades desiguais, especialmente intenso na Europa, bastante moderado nos EUA e com a China a cumprir os objetivos de crescimento das autoridades, mas envolvida nas dificuldades do seu sector imobiliário. A economia mundial procura, neste momento de viragem, uma aterragem suave que permita reduzir a inflação a um custo controlável em termos de crescimento, mas fá-lo num ambiente que não está isento de riscos importantes. Na frente geopolítica, à guerra na Ucrânia junta-se o conflito entre Israel e o Hamas, enquanto na frente mais estritamente económica, a inflação ainda tem um longo caminho a percorrer para atingir os objetivos dos bancos centrais e, embora o aperto da política monetária pareça ter atingido o seu pico, os seus efeitos ainda se estão a dessiminar.

**Os EUA... ou a crónica de um abrandamento previsto que se recusa a acontecer.** Os aumentos de taxas aprovados pela Fed (525 p.b. a partir de fevereiro de 2022) ainda não são visíveis nos agregados macroeconómicos. Com efeito, no 3.º trimestre, o PIB registou ainda um crescimento vigoroso de 1,3% em termos trimestrais (mais do dobro do verificado no 1.º semestre), graças ao dinamismo do consumo privado (0,9% vs. 0,2%) e em detrimento da poupança (4,0% do rendimento disponível vs. 5,1% no segundo trimestre). No entanto, no quarto trimestre, diferentes *trackers* apontam para um abrandamento do PIB para 0,5% em termos trimestrais e, embora a economia pareça estar a atingir uma aterragem suave, não podemos excluir um arrefecimento ainda maior no primeiro semestre de 2024. Os indicadores disponíveis apontam nessa direção. Por conseguinte, as vendas a retalho e a produção industrial caíram em outubro (-0,1% e -0,6% em termos mensais, respetivamente), enquanto os indicadores de clima industrial e de confiança arrefeceram a possibilidade de uma recuperação: o ISM reafirmou em outubro valores compatíveis com as quedas no sector da indústria transformadora (46,7 vs. 49,0) e confirmou a diminuição dos serviços (51,8 vs. 53,6), com a confiança dos consumidores a cair em novembro pelo quarto mês consecutivo (61,3 vs. 63,8) e um PMI composto em linha com uma atividade praticamente estagnada (50,7 em novembro). Entretanto, a inflação voltou a descer em outubro, especialmente a inflação global (3,2% vs. 3,7%), enquanto a correção da inflação subjacente permaneceu mais branda (4,0% vs. 4,1%). Os indícios de desinflação são igualmente observados noutros indicadores (preços no produtor de 2,4% em termos homólogos, contra 5,0% no início do ano; ou custos de frete já abaixo da sua média pré-COVID) sugerem que o objetivo de 2,0% da Fed deverá ser atingido algures na segunda parte de 2024.

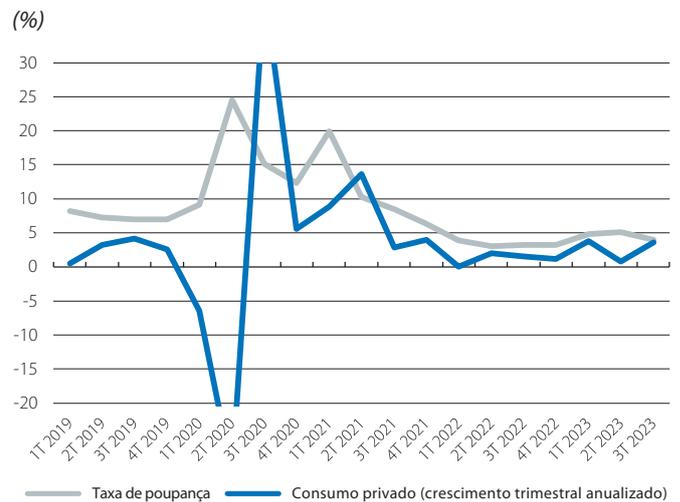
**A Zona Euro enfrenta expetativas mais fracas.** A economia caiu no terceiro trimestre (-0,1% em termos trimestrais) e as perspetivas para os próximos meses não estão a melhorar. Com efeito, a consolidação do indicador de clima empresarial PMI em novembro abaixo do limiar de 50 pelo sexto mês consecutivo levanta a possibilidade de uma nova queda moderada do PIB para fechar o ano, um risco para o qual a evolução do índice de sentimento económico da Comissão Europeia também alerta. A Comissão salienta ainda, no relatório do outono, que o aumento do custo de vida (ainflação aumentou mais de 12% desde janeiro de 2022), a fraca procura externa e as condições monetárias mais restritivas afeta-

### Projeções de crescimento do PIB mundial para 2024 (%)



Fonte: BPI Research, com base nas previsões de consenso dos analistas publicadas pela Reuters.

### EUA: consumo privado e taxa de poupança das famílias (%)



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

### EUA: inflação global e subjacente

Variação homóloga (%)



Nota: \* A subjacente exclui a energia e todos os produtos alimentares do índice de preços.  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BLS.

ram a atividade, o que explica o novo corte nas suas previsões de crescimento para a região no seu conjunto, para 0,6% em 2023 e 1,2% em 2024. Perante este contexto de abrandamento económico, a inflação intensificou a sua moderação em novembro, tanto a inflação global (2,4% vs. 2,9%) como a inflação subjacente (3,6% vs. 4,2%). Efetivamente, a inflação global caiu para mínimos do verão de 2021 e a inflação subjacente registou o valor mais baixo desde a primavera de 2022, com uma desagregação por componente em que se destaca a moderação dos serviços (-0,6 p.p. para 4,0%) e dos bens energéticos não industriais (2,9%, desfasada da normalização dos estrangulamentos globais nos preços finais). Além disso, a moderação da inflação foi generalizada nas principais economias e os dados corrigidos de sazonalidade publicados pelo BCE colocam o *momentum* nos 3,0% para a inflação global e nos 2,0% para a inflação subjacente (o *momentum* é a variação anualizada em termos semestrais do IHPC e reflete melhor as tendências recentes da inflação do que as taxas anuais).

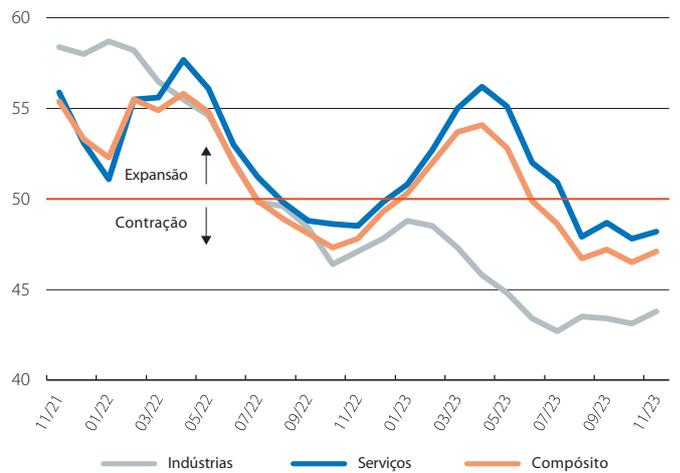
**A Alemanha está envolvida numa batalha de rigor orçamental.** As autoridades alemãs, conscientes de que a sua economia foi uma das mais afetadas pela recessão económica, planearam redistribuir cerca de 60 mil milhões de euros inicialmente destinados a projetos de alterações climáticas para atenuar as consequências da pandemia, mas que não foram gastos. O Tribunal Constitucional alemão declarou, no entanto, esta «transferência» inconstitucional e reativou a regra do «travão da dívida» (que proíbe empréstimos superiores a 0,35% do PIB por ano). Esta decisão obrigou o governo a preparar um orçamento suplementar de cerca de 43 mil milhões de euros para o resto de 2023 e vai recorrer ao Parlamento para manter a suspensão do «travão da dívida» pelo quarto ano consecutivo, argumentando que persiste uma «situação de emergência» em 2023, adiando a reintrodução do «travão» para 2024.

**Redução de impostos no Reino Unido para estimular a economia.** O PIB estagnou no terceiro trimestre (0,0% em termos trimestrais vs. 0,2%), após um primeiro semestre mais dinâmico do que o previsto, e o próprio Banco de Inglaterra prevê que a atividade se mantenha praticamente estagnada até ao final de 2024. Esta fraqueza da economia levou o Ministro das Finanças, Jeremy Hunt, a apresentar medidas para relançar o crescimento (incluindo reduções de impostos para indivíduos e empresas) com um custo estimado de 15,6 mil milhões de libras por ano até 2029 (cerca de 0,5% do PIB). Prevê-se que estas medidas tenham um impacto modesto no crescimento. (menos de 0,3 p.p. em média por ano até 2029), o que explica o facto de o próprio gabinete orçamental britânico ter reduzido a sua previsão de crescimento potencial em 0,2 p. p. para 1,6%.

**Crescimento no 3T na Eurásia e na América Latina, com algumas exceções.** O PIB do Japão caiu mais do que o esperado (-0,5% em termos trimestrais vs. 1,1%), arrastado pela fraca procura interna, enquanto o PIB da Rússia conseguiu acelerar (1,3% em termos trimestrais vs. 0,8% anteriormente) graças à indústria do armamento e ao aumento de mais de 30% dos preços do cruzeiro no período. Em contrapartida, as economias latino-americanas registaram um bom terceiro trimestre: México, 1,1% em termos trimestrais vs. 0,8%; Chile, 0,3% vs. -0,3%, e a Colômbia, 0,2% vs. -1,0%. A aceleração da atividade na Ásia também foi generalizada no terceiro trimestre: China 1,3% vs. 0,5%; Filipinas 3,3% vs. -0,7%; Malásia 2,6% vs. 1,5%, ou Singapura 1,4% vs. 0,1%.

**Zona Euro: PMI**

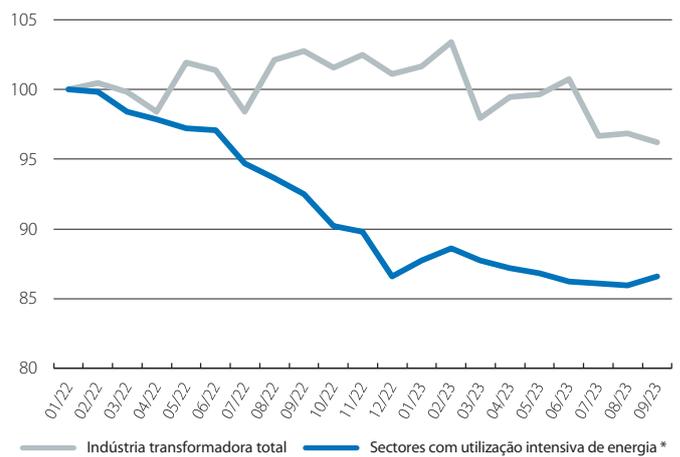
Índice



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

**Zona Euro: produção industrial**

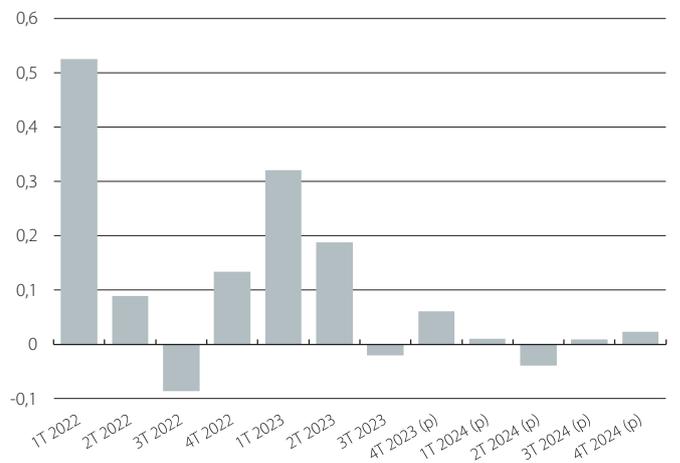
Índice (100 = janeiro 2022)



Nota: \* Produtos químicos, minerais não metálicos, metais de base, e pasta de papel e papel. Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

**Reino Unido: PIB**

Variação em termos trimestrais (%)



Nota: (p) Previsões do Banco de Inglaterra (Monetary Policy Report, novembro de 2023). Fonte: BPI Research, com base em dados publicados pelo Banco de Inglaterra.

## Japão: alteração da orientação da política monetária

Impulsionado por uma economia que viveu um longo período de baixo crescimento e de inflação insuficiente, o Banco do Japão (BoJ) foi, desde a década de 2000, pioneiro em políticas monetárias não convencionais, como os programas de compra de ativos (QE), as taxas de juro negativas e a política de controlo da curva de rendimentos (YCC). O aumento dos preços no Japão nos últimos dois anos, inicialmente desencadeado por estrangulamentos, pelos preços mundiais da energia e dos produtos alimentares, e pela desvalorização do iene, mas que, mais recentemente, parece estar a gerar uma dinâmica autossustentada,<sup>1</sup> levou a que se repensasse a política monetária no país.

### Como manter a curva de rendimentos sob controlo sem manter a curva de rendimentos sob controlo?

Nos últimos anos, um elemento central da política monetária do BoJ tem sido o YCC. Trata-se de um instrumento que consiste em fixar taxas de juro objetivo para tranches específicas da curva de rendimentos soberana, implicando um compromisso implícito de compra (ou venda) desses ativos no montante necessário para manter as taxas no objetivo. Em 2016, especificamente, depois de baixar a sua taxa diretora e atingir um mínimo de -0,1%, o BoJ decidiu tornar a política monetária mais restritiva, controlando a curva de rendimentos e definindo um objetivo para a taxa de juro soberana a 10 anos de 0%.<sup>2</sup> Por conseguinte, embora a extremidade curta das taxas japonesas estivesse ligada à taxa de política do BoJ, o YCC serviu para influenciar e ancorar a extremidade mais longa da curva de rendimentos.

Desde que o BoJ anunciou o YCC, conseguiu manter a taxa soberana a 10 anos perto de 0% com aumentos mais graduais do balanço do que no passado (ver segundo gráfico). Isso não invalida o facto de que, em alturas de tensão, como a pandemia, o BoJ teve de intensificar a sua intervenção. A partir de 2022, no entanto, numa altura em que a inflação começa a fazer-se sentir, o diferencial de taxas de juro em relação aos EUA aumentava, e o iene perdia valor (ver terceiro gráfico) - com as primeiras expectativas de que o BoJ poderia abandonar o YCC e os pequenos passos que

1. A inflação global situou-se em 3,3% em outubro, enquanto a inflação subjacente foi de 4,0%. O Banco do Japão prevê uma inflação de base de 3,8% para o ano fiscal de 2023 e de 1,9% para 2024.

2. Este tipo de instrumento permite, entre outras vantagens, uma comunicação clara da política monetária, contribuindo para transmitir maior segurança aos investidores. Deste modo, o YCC pode ser entendido como uma alternativa mais transparente aos programas de QE, que não deixam claro «quão baixo» o banco central pretende que essas taxas sejam. O YCC também pode ser mais eficiente do que os programas de QE, na medida em que, se os investidores acreditarem no banco central, o mesmo objetivo de taxa é alcançado com menos compras de ativos. Ver Focus «O controlo da curva de rendimentos: um novo instrumento para a Fed?», in IM09/2020.

### Japão: inflação global e crescimento do PIB

Variação homóloga (%)



Nota: São apresentadas as médias móveis de quatro trimestres.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Japão: taxa soberana a 10 anos e ativos do banco central

(Milhões de ienes)



Font: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

a instituição começou a dar nesse sentido, as taxas de juro a 10 anos «desancoraram» de 0% e estão recentemente a ser negociadas perto de 1%.

Esta desancoragem reflete, em parte, a menor rigidez do BoJ: apesar de ter um YCC com um objetivo de 0%, em 2018 introduziu uma banda de flutuação de  $\pm 0,1$  p.p. em torno do objetivo, em 2021 alargou o intervalo para  $\pm 0,25$  p.p., em dezembro de 2022 aumentou-o para  $\pm 0,5$  p.p. e em julho de 2023 especificou que, para além dessa banda, considerava 1% como o teto que a taxa soberana a 10 anos poderia tocar. No final de outubro, surgiu mais um sinal de que o fim do YCC está próximo: sem mexer nas taxas de juro, o BoJ afirmou que o limite de 1% é considerado uma «referência», indicando uma maior tolerância para que a taxa soberana flutue nesse limiar e assinalando também a preocupação de que uma defesa rigorosa desse limite possa conduzir a uma deterioração do funcionamen-

to do mercado. Tal mudança de comunicação surge na sequência de outros pequenos progressos.<sup>3</sup>

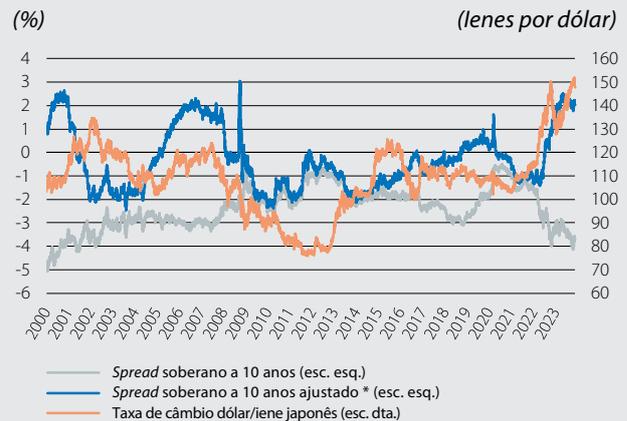
Embora o YCC possa ser considerado um sucesso até à data, do ponto de vista da ancoragem das expectativas e da gestão do balanço do banco central,<sup>4</sup> numa altura de mudança da política monetária no Japão, existe incerteza quanto ao «dia seguinte». A título de exemplo, e embora se espere que o abandono do YCC seja prudente e gradual, existe o risco de que, quando o banco central deixar de fixar uma taxa de mercado, os preços dos ativos sofram forte volatilidade à medida que os investidores «testam» a nova taxa de equilíbrio, com as consequentes repercussões para os grandes investidores (em especial as instituições financeiras, como os fundos de pensões e as seguradoras), obrigando as autoridades a agir para apoiar o sistema financeiro.

### «Estratégia Ueda»: um olho na estabilidade financeira... dois na deflação

Até à data, a resposta do mercado a estes ajustamentos da política monetária tem sido limitada, mantendo a estabilidade do mercado e o controlo da curva de rendimentos. Não obstante, a retirada do YCC apresenta desafios significativos. Internamente, o sector dos seguros é o mais exposto a subidas de taxas, sendo o segundo maior detentor de obrigações soberanas (a seguir ao BoJ), representando 40% dos seus ativos totais. Os fundos de pensões, por sua vez, poderão ser mais afetados por uma rápida apreciação do iene, visto que uma parte significativa dos seus ativos é denominada em moeda estrangeira. Externamente, o risco é que a redução do diferencial de taxas de juro entre o Japão e as outras grandes economias conduza a uma dinâmica mais forte de repatriamento de capitais. O próprio BCE chamou a atenção para o facto de uma retirada mais abrupta dos investidores japoneses do mercado obrigacionista da Zona Euro poder ter um efeito significativo nos preços, amplificando os efeitos da restrição quantitativa do próprio BCE.<sup>5</sup>

Em relação a 2024, espera-se que o fim do YCC conduza a um aumento gradual das taxas de juro. Adicionalmente, e de acordo com as expectativas do mercado, na primeira metade do ano o BoJ poderá anunciar a primeira subida oficial das taxas de juro, pondo fim às taxas negativas.

### Japão: taxa de câmbio dólar-iene e spreads soberanos



**Notes:** \* O spread soberano ajustado tem em conta o custo da cobertura contra as flutuações da taxa de câmbio quando se investe em ativos denominados em moeda estrangeira (neste caso, contra as flutuações entre o dólar e o iene). São apresentados dados diários.

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

A médio prazo, um risco que preocupa o BoJ é o facto de o Japão voltar a cair num período prolongado de deflação. O governador Kazuo Ueda salientou repetidamente que o seu principal objetivo é evitar o regresso do pesadelo deflacionista, sublinhando que são necessários aumentos salariais sustentados acima de 2% para atingir este objetivo; ou, por outras palavras, o BoJ quer uma «boa» dinâmica salários-preços, no sentido em que lhe será mais fácil manter o seu objetivo de inflação. Todos os anos, em março, as maiores empresas do Japão reúnem-se com os sindicatos para negociar aumentos salariais para o ano fiscal seguinte (que começa em abril), o que influencia também os salários oferecidos nas empresas mais pequenas, um processo conhecido como shuntō, ou ofensiva salarial da primavera. Será que o shuntō de 2024 vai também lançar as bases para uma ofensiva de política monetária no Japão?

3. Para mais pormenores, consulte Kowalewski, P. e Shirai, S. (2023). «History of Bank of Japan's more than two decades of unconventional monetary easing with special emphasis on the frameworks pursued in the last 10 years». ADDBI Working Paper n.º 1.380, Asian Development Bank Institute.

4. Em 2023, o BoJ tem mais de 50% do total de obrigações soberanas em circulação no seu balanço, contra 30% em 2016.

5. Cerca de 4% das obrigações da Zona Euro em circulação são detidas por investidores japoneses, um valor que sobe para 6% no caso da França (3% em Espanha e na Alemanha) e 3% das obrigações americanas.

## As contas públicas dos EUA: situação e perspectivas

O défice público (governo federal) nos EUA para o ano fiscal que termina em 30 de setembro de 2023 aumentou de 1,4 biliões de dólares para 1,7 biliões de dólares, ou seja, de 5,3% para 6,3% do PIB.<sup>1</sup> Estes níveis de défice estão entre os mais elevados das economias avançadas e, nos EUA, só foram ultrapassados desde a década de 1960, durante os anos da grande crise financeira (2009-2012) e da pandemia (2020-2021). Os números são impressionantes e, neste artigo, tentaremos esclarecer as razões deste aumento em 2023, o impacto que poderá ter na economia americana e as perspectivas de sustentabilidade da dívida pública (federal) dos EUA a médio prazo.

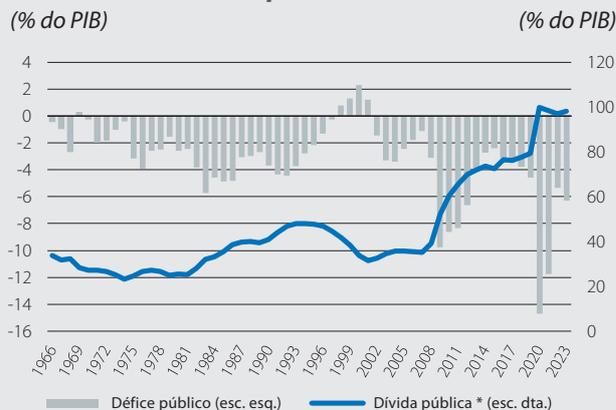
O aumento do défice em relação aos anos anteriores à pandemia explica-se, como se pode ver no quadro, por uma diminuição das receitas fiscais mas, sobretudo, por um forte aumento das despesas públicas. Este aumento é particularmente visível na Saúde e Cuidados Médicos (+0,6 p. p.) e nos Juros (+0,9 p. p.). A subida desta última rubrica é natural no atual contexto de taxas de juro elevadas, que levou a taxa do *treasury* a 10 anos a atingir uma média de 3,9% em 2023, enquanto entre 2015 e 2019 a média foi de 2,25%. O ligeiro aumento das outras despesas de 2,6% para 2,9% esconde, por outro lado, o efeito contabilístico do perdão dos empréstimos a estudantes que aumenta a parte atribuída ao exercício de 2022 (daí a recuperação para 5,1%) e diminui a parte atribuída a 2023. Se anulássemos este efeito contabilístico, verificaríamos que o défice orçamental em relação ao PIB em 2022 seria inferior em 1,5 p. p. (-4,5%) e em 2023 superior em 1,2 p. p. (-7,5%). Relativamente às receitas, a descida entre 2022 e 2023 explica-se principalmente por uma normalização das receitas do imposto sobre o capital, que em 2022 foram invulgarmente elevadas devido aos elevados rendimentos do mercado bolsista no ano anterior.

### O impacto no PIB foi positivo em 2023, mas no futuro poderá deixar de o ser.

Até à data, este aumento do défice contribuiu positivamente para o crescimento do PIB em 2023. Efetivamente, o consumo público nos últimos quatro trimestres cresceu a uma taxa média de 1,1% em termos trimestrais, contribuindo para quase um terço do crescimento total do PIB, apesar de representar apenas 17%. No futuro, no entanto, prevê-se que o consumo público deixe de ser um fator de crescimento do PIB e tenha, na melhor das hipóteses, um impacto neutro. As mais recentes projeções do Congres-

1. Os anos fiscais nos EUA decorrem de outubro a setembro (por exemplo, o ano fiscal de 2023 decorre de outubro de 2022 a setembro de 2023). Ao longo do artigo, referir-nos-emos ao défice e à dívida federais, excluindo as contas estaduais e locais.

### EUA: défice e dívida pública



Nota: \* Exclui a dívida intergovernamental.  
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de St. Louis e o Congressional Budget Office.

### EUA: receitas e despesas fiscais por fonte

	Média 2015-2019	2022	2023
Tributação do rendimento das pessoas físicas	8,3	10,5	8,1
Tributação das empresas	1,4	1,7	1,6
Segurança Social	5,9	5,9	6,0
Outros rendimentos	1,5	1,4	0,8
<b>Total das receitas fiscais</b>	<b>17,1</b>	<b>19,6</b>	<b>16,5</b>
Defesa nacional	3,2	3,1	3,0
Saúde e Cuidados Médicos	5,8	6,7	6,4
Segurança Social	7,5	8,3	7,9
Pagamentos de juros (líquidos)	1,5	1,9	2,4
Outras despesas	2,6	5,1	2,9
<b>Total das despesas fiscais</b>	<b>20,6</b>	<b>25,1</b>	<b>22,7</b>
<b>Défice orçamental</b>	<b>-3,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,3</b>

Fonte: BPI Research, a partir do US Department of Treasury, Final Monthly Treasury Statement.

sional Budget Office (CBO) estimam que o défice público em percentagem do PIB se manterá acima dos 5,5% ao longo de todo o horizonte de projeção, diminuindo apenas 0,1 p. p. em 2024 e voltando a aumentar 0,4 p. p. em 2025. Contudo, a contribuição do défice para o crescimento do PIB não depende tanto do seu nível como da sua variação,<sup>2</sup> pelo que, na realidade, as projeções do CBO indicam uma contribuição bastante neutra para o crescimento do PIB nos próximos anos.

2. A título de exemplo, se uma economia com um défice orçamental de 1% do PIB aumentasse o défice em 2 p. p. para 3%, nesse ano (t+1), assumindo um multiplicador orçamental de 1, o crescimento do PIB seria 2 p. p. superior. No ano seguinte (t+2), mantendo-se o défice em 3%, o nível do PIB seria o mesmo, mas o crescimento seria 2 p. p. inferior ao do ano anterior.

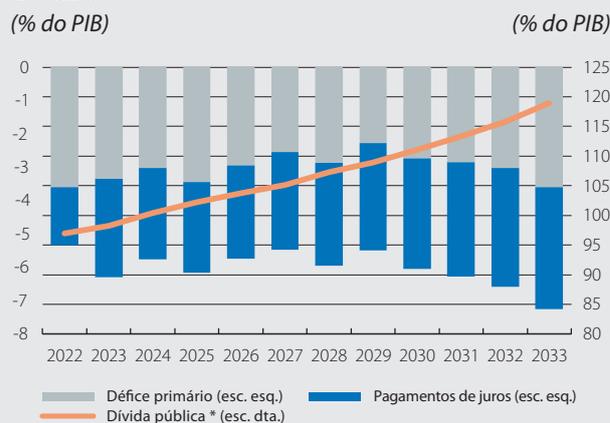
Como se pode observar no último gráfico, de acordo com estas projeções do CBO, que são feitas num cenário que não pressupõe qualquer alteração da política fiscal, a dívida pública dos EUA em percentagem do PIB seguiria uma tendência ascendente, passando dos atuais 98% para quase 120% em 2033. Tal aumento traduziria défices primários relativamente estáveis, mas elevados (cerca de 3%), enquanto o crescimento nominal do PIB (4,2% em média entre 2023 e 2033) deverá ser superior ao custo da dívida (3,1%), o que favorece a sustentabilidade da dívida pública. Em particular, do aumento de 20 p. p. da dívida projetado pelo CBO, a acumulação de défices explicaria 33 p. p., enquanto o diferencial entre as taxas de juro e o crescimento do PIB (i - g) tenderia a reduzi-lo em cerca de 13 p. p. Todavia, num contexto de taxas de juro elevadas e de retirada progressiva da Reserva Federal enquanto detentora de *treasures* (devido ao *quantitative tightening*), o encargo financeiro desta dívida vai tornar-se mais pesado: por exemplo, enquanto o CBO projeta que o spread (i - g) tende a reduzir a dívida numa média anual de 1,7 p. p. em 2023-2027, este fator de apoio cairia para 0,6 p. p. em 2033.

Além do impacto de taxas de juro mais elevadas, o aumento da dívida pública em percentagem do PIB na previsão do CBO explica-se por um aumento sustentado das despesas públicas que não é compensado por um aumento das receitas fiscais, que, de facto, se mantêm estáveis ao longo de todo o horizonte. Este aumento das despesas deve-se, conforme o próprio CBO, essencialmente ao aumento das rubricas relacionadas com a saúde e a segurança social, uma dinâmica que, devido ao envelhecimento esperado da população, deverá manter-se para além de 2033.

Há que acrescentar a estes ventos contrários a complexa situação política nos EUA, com a polarização política a tornar mais frequentes os receios de um *shutdown* do governo federal, devido a dificuldades em chegar a acordos para o financiamento do governo,<sup>3</sup> e um confronto com o limite da dívida, que, no seu extremo, poderia levar o Departamento do Tesouro a não conseguir pagar as suas obrigações. Desta forma, e após as dificuldades nas últimas negociações de junho para chegar a um acordo bipartidário para suspender o teto da dívida, a Moody's manteve o *rating* da dívida soberana dos EUA na classificação mais elevada (Aaa), mas com uma revisão em baixa da perspectiva de «estável» para «negativa». A agência de *rating* mencionou também, para além da situação política, o ambiente de taxas de juro elevadas e a ausência de medidas fiscais para reduzir o défice público como fatores subjacentes à revisão em baixa das perspectivas.

3. O último acordo, alcançado à última hora em 14 de novembro, prolongou o financiamento do governo até 19 de janeiro de 2024 para algumas medidas e até 2 de fevereiro para outras. Terá então de chegar a novos acordos para evitar uma paralisação do governo (*government shutdown*).

### EUA: projeção do défice e da dívida pública do CBO



Nota: \* Exclui a dívida intergovernamental.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Congressional Budget Office.

Por todas estas razões, pensamos que as contas públicas nos EUA continuarão a preocupar os analistas nos próximos anos e continuarão a gerar ruído nos mercados financeiros sempre que se aproximarem as datas-chave para financiar os orçamentos do Estado ou evitar ultrapassar o teto da dívida. Não faltarão, aliás, vozes que, acertadamente, alertam para os perigos da manutenção de elevados défices primários que conduzem a um aumento constante da dívida pública em percentagem do PIB.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	5,8	1,9	0,7	1,7	2,4	3,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	15,8	9,3	7,5	5,9	3,3	2,2	4,3	3,5	...
Confiança do consumidor (valor)	112,7	104,5	104,2	105,5	106,1	104,5	104,3	99,1	102,0
Produção industrial	4,4	3,4	1,8	1,3	1,0	0,9	–0,2	–0,7	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	60,7	53,5	49,1	48,3	47,8	47,1	49,0	46,7	46,7
Habitacões iniciadas (milhares)	1.606	1.551	1.405	1.375	1.378	1.385	1.346	1.372	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	267	307	304	303	302	302	318,3	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	5,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,9	3,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	58,4	60,0	60,0	60,1	60,2	60,3	60,4	60,2	60,5
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,0	–2,9	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	4,7	8,0	7,1	6,7	6,3	5,8	3,7	3,2	...
Taxa de inflação núcleo	3,6	6,2	6,0	5,7	5,6	5,6	4,1	4,0	...

## JAPÃO

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,6	1,0	0,5	2,5	2,2	1,5	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	36,3	32,2	30,4	30,7	31,2	32,2	35,2	35,7	36,1
Produção industrial	5,8	0,0	0,7	–1,8	–1,8	–2,0	–3,4	–0,9	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–0,3	–3,7	–3,8	–4,0	–4,0	–4,0	–2,4	–2,1	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	–0,2	2,5	3,9	4,1	3,9	3,6	3,0	3,3	...
Taxa de inflação subjacente	–0,5	1,1	2,8	3,0	3,2	3,5	4,3	4,0	...

## CHINA

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
<b>Atividade</b>									
PIB real	8,4	3,0	2,9	4,5	6,3	4,9	–	–	–
Vendas a retalho	12,4	–0,8	–2,7	5,8	10,7	4,2	5,5	7,6	...
Produção industrial	9,3	3,4	2,8	3,2	4,5	4,2	4,5	4,6	...
PMI indústrias (oficial)	50,5	49,1	48,1	51,5	49,0	49,7	50,2	49,5	49,4
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	681	899	899	947	944	898	901,6	871,7	868,8
Exportações	30,0	7,1	–6,8	0,1	–5,4	–10,8	–6,2	–7,9	–1,4
Importações	30,0	0,7	–6,9	–7,1	–6,8	–8,5	–6,2	3,0	–0,6
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,9	2,0	1,8	1,3	0,1	–0,1	0,0	–0,2	–0,5
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,3	7,3	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	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	5,4	1,0	-2,7	-2,7	-1,9	-1,8	-2,9	-1,1	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	9,9	2,2	2,0	0,4	-1,2	-4,8	-6,9	...	...
Confiança do consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-17,7	-17,8	-16,9
Sentimento económico	110,7	101,9	96,5	96,5	96,5	96,5	93,4	93,5	93,8
PMI indústrias	60,2	52,1	47,1	48,2	44,7	43,2	43,4	43,1	44,2
PMI serviços	53,6	52,1	49,0	52,8	54,4	49,2	48,7	47,8	48,7
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,5	...	1,6	1,6	1,3	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	7,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,6	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	7,9	7,3	7,2	7,1	7,3	7,4	7,3	7,3	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	9,5	8,1	7,8	7,9	7,7	7,6	7,6	7,8	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	6,1	3,5	1,8	1,3	0,6	0,0	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	3,3	1,9	0,8	-0,2	0,1	-0,4	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	6,8	2,6	0,8	0,9	1,2	0,6	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	8,6	3,9	1,6	2,1	0,3	0,1	-	-	-

## Preços

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
Inflação geral	2,6	8,4	10,0	8,0	6,2	5,0	4,3	2,9	2,4
Inflação núcleo	1,5	3,9	5,1	5,5	5,5	5,1	4,5	4,2	3,6

## Setor externo

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

	2021	2022	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
<b>Balança corrente</b>	3,1	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	2,0	2,0	...	...
Alemanha	7,7	4,4	4,4	4,6	5,3	8,6	8,6	...	...
França	0,4	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	-2,0	-2,0	-3,2	...
Itália	2,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	-0,1	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,3	90,9	91,9	93,3	94,6	95,9	95,5	95,0	95,2

## 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	4T 2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	09/23	10/23	11/23
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	3,5	6,7	7,8	5,7	3,9	1,0	0,2	-0,3	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	3,8	4,4	4,0	3,2	2,1	1,0	0,8	0,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,2	1,8	2,9	3,8	4,5	5,0	5,0	5,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,3	2,0	2,9	3,7	4,3	4,7	4,7	4,8	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	12,8	6,3	1,4	-3,9	-8,1	-11,3	-11,4	-11,5	...
Outros depósitos a curto prazo	-0,8	4,5	12,0	17,6	22,5	23,2	21,9	21,4	...
Instrumentos negociáveis	11,6	3,7	7,5	19,4	22,0	20,5	19,9	22,9	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,5	1,1	1,9	2,5	3,0	3,1	3,3	...

**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 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.