

## Ventos de mudança na economia internacional

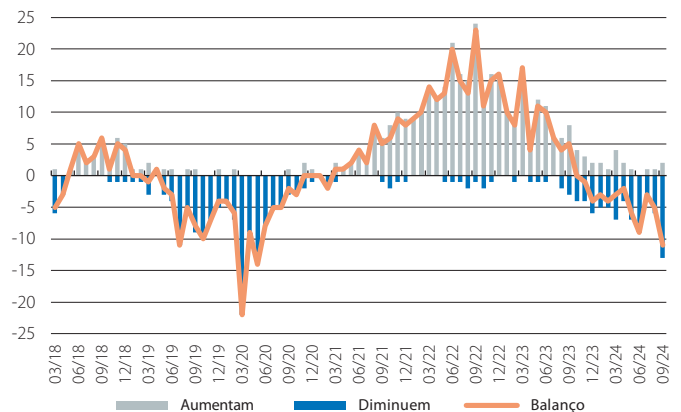
**Um solavanco temporário ou uma mudança de fase?** O 1S do ano foi encerrado com um crescimento do PIB global ligeiramente superior a 3%, um ritmo semelhante ao que vinha apresentando, e conseguido num contexto de condições monetárias restritivas (para combater a inflação), confirmando o desempenho díspar das principais economias internacionais, desde a robustez dos EUA à lentidão da Zona Euro, passando pelas dificuldades da China. No outono, esta dinâmica mantém-se, mas com novas nuances. Em setembro, o índice PMI composto para a economia mundial situou-se em 52,0, um valor que sugere algum abrandamento do crescimento global (média do 3T de 52,4 pontos vs. média do 2T de 53,0). Simultaneamente, os últimos dados sobre a inflação foram favoráveis e dão às autoridades monetárias, como as dos EUA e da Zona Euro, mais confiança para reduzir as taxas de juro de forma sustentada. A dinâmica destes ventos favoráveis e a solidez dos mercados de trabalho coexistem, no entanto, com uma perda natural de dinamismo cíclico e, sobretudo, com um ambiente de elevados riscos geopolíticos, uma combinação de forças contrastantes que determinará o ritmo do cenário nos próximos trimestres.

**Inflação: boas notícias para o início do outono.** Os cortes nas taxas em setembro pela Fed (-50 bps, primeiro corte do ciclo) e pelo BCE (-25 bps, e segundo corte do ciclo) foram acompanhados por uma maior confiança na vitória contra a inflação por parte de ambos os bancos centrais. Nos EUA, a inflação PCE (a referência da Fed) caiu para 2,2% em agosto (com o índice subjacente, que exclui a energia e os alimentos, abaixo dos 3,0% desde fevereiro). No mesmo sentido, a inflação global na Zona Euro atingiu 1,8% em setembro, abaixo do objetivo de 2,0% do BCE pela primeira vez desde junho de 2021. Acresce que a inflação subjacente na Zona Euro desceu para 2,7%, o que, por um lado, constitui um mínimo de 30 meses, mas, por outro, revela também uma redução muito mais gradual das pressões sobre os preços mais inerciais (como os serviços, que se mantiveram em 4%) e recorda que a inflação subjacente ainda não completou a trajetória para 2%.

**Força da atividade nos EUA,** que se mantém na vanguarda do crescimento das economias avançadas. Na sequência de um considerável crescimento trimestral de 0,7% do PIB no 2T, os indicadores sugerem que os EUA continuaram a registar um bom ritmo no 3T. Foi assim que, em setembro, o índice ISM dos serviços acelerou para 54,9 pontos, um valor elevado e o mais alto desde fevereiro de 2023, o que, no entanto, contrastou com a fraqueza demonstrada pelos 47,2 pontos do índice ISM da indústria transformadora. Os indicadores de emprego e desemprego de setembro mantiveram-se positivos, a caminho de um mercado de trabalho mais equilibrado, com a taxa de desemprego a descer 0,1 p.p. para 4,1% e a criação de 254.000 novos postos de trabalho, superando novamente as expetativas. Os monitores de atividade sugerem,

### Bancos centrais: movimentos das taxas diretoras no mês

Número

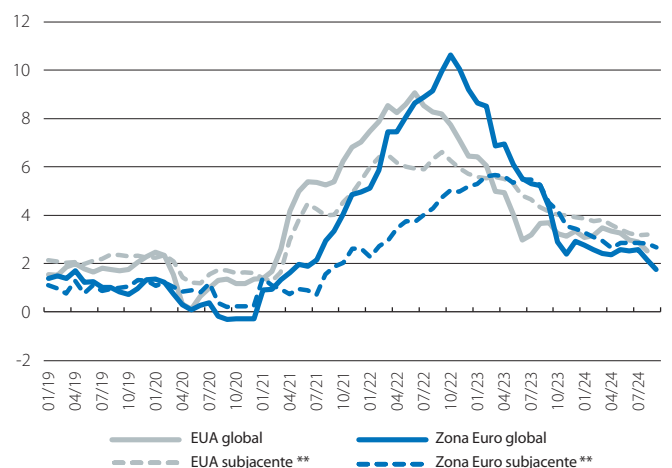


**Nota:** Uma amostra de 35 bancos centrais da América do Norte, América do Sul, Europa, África, Ásia e Oceânia.

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

### EUA e Zona Euro: IPC \*

Variação homóloga (%)

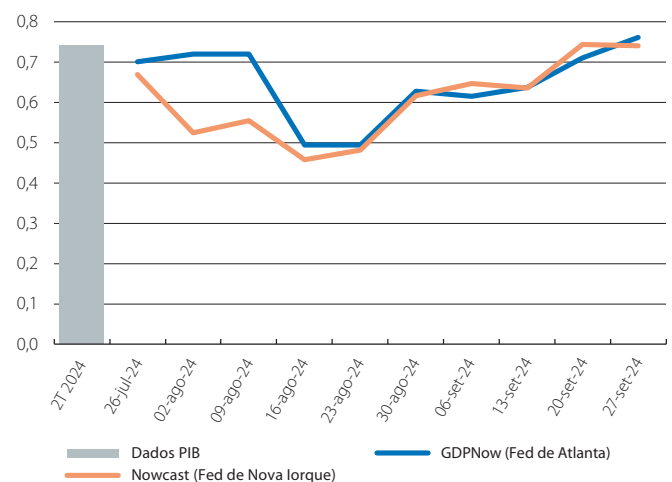


**Notas:** \* IPCA para a Zona Euro. \*\* A subjacente exclui a energia e todos os alimentos.

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

### EUA: Projeções do PIB do 2T e do 3T 2024

Variação em termos trimestrais (%)



**Fonte:** BPI Research, com base em dados do BEA, do Atlanta Fed e do New York Fed.

portanto, que o PIB dos EUA teria sustentado um crescimento próximo de 0,7% em termos trimestrais nos últimos meses.

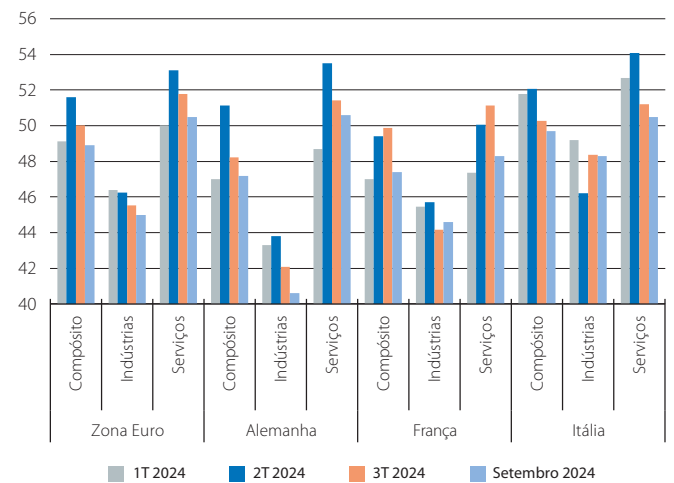
**Arrefecimento desigual na Zona Euro.** Nos últimos meses, os índices PMI sugerem que a atividade na Zona Euro como um todo passou de de mais a menos, com o índice composto a cair para 49,6 pontos em setembro (ligeiramente abaixo dos 50 que delimitam o crescimento da contração) e arrastado pelas dificuldades na indústria transformadora (45,0) e pela perda de dinâmica nos serviços mas ainda em expansão (51,4 pontos, um mínimo de sete meses). O desempenho mais fraco da Zona Euro no seu conjunto esconde, no entanto, situações muito diferentes. Por um lado, destacam-se as dificuldades da Alemanha (PMI composto de 47,5 em setembro, em contração durante todo o 3T e que, nos últimos 15 meses, só ultrapassou a barreira dos 50 pontos em três ocasiões). Por outro, a periferia apresenta um tom mais positivo, especialmente em economias como a Espanha. E no meio encontram-se as outras duas grandes economias, França e Itália, com um PMI atônico no conjunto do trimestre (50,3 pontos em ambos os casos) e onde as contas públicas voltam a ser uma das principais preocupações: o Conselho Europeu colocou as duas economias sob um «procedimento por déficit excessivo» em julho e, no final de setembro, em França, o novo governo de Michel Barnier reconheceu que o déficit público poderá ultrapassar os 6% em 2024 (contra os 4,4% previstos no início do ano).

**O Japão e o Reino Unido estão a recuperar.** Nas grandes economias avançadas, a diversidade de realidades ultrapassa a Zona Euro. De salientar ainda o Japão e o Reino Unido, que só ficam atrás da Alemanha em termos de recuperação pós-pandemia. Nos últimos meses, porém, ambas as economias começaram a afastar-se desta fraqueza. O PIB do Reino Unido, no 1S 2024, registou uma variação em termos trimestrais de 0,7% no 1T 2024 e de 0,5% no 2T (os melhores valores em dois anos), enquanto o Japão recuperou 0,7% em termos trimestrais no 2T 2024. Os indicadores PMI sugerem igualmente que a dinâmica positiva continua no final do 3T, com um indicador composto de 52,6 no Reino Unido e 52,0 no Japão.

**A China adota novas medidas de estímulo cíclico, mas ainda sofre de deficiências estruturais.** A economia chinesa continua a não ter o dinamismo desejado pelas autoridades, afetada pela crise imobiliária e pela fraca procura interna, e com perspectivas de crescimento abaixo do objetivo oficial («cerca de 5%» para 2024). Com efeito, os PMIs voltaram a perder dinamismo em setembro, com o índice composto a cair para 50,3 pontos, muito próximo da barreira dos 50 pontos e deixando a média do 3T (50,1) claramente abaixo da do 1S (52,9). Neste contexto, as autoridades chinesas anunciaram um novo estímulo cíclico, com uma combinação de medidas de flexibilização monetária (o banco central reduziu as taxas de juro em 20 p.b., e as taxas hipotecárias e o coeficiente de reservas obrigatórias em 50 p. b.) e apoio ao setor imobiliário (com menores requisitos de liquidez para a compra de habitação), às quais, na ausência de um anúncio oficial, tudo indica que se somará um pacote de estímulo fiscal.

**Zona Euro: PMI**

Índice

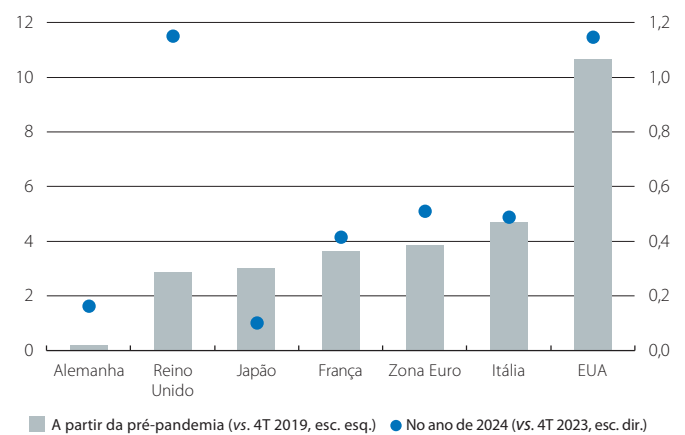


Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

**Economias avançadas: PIB até o 2T 2024**

Variação acumulada (%)

Variação acumulada (%)

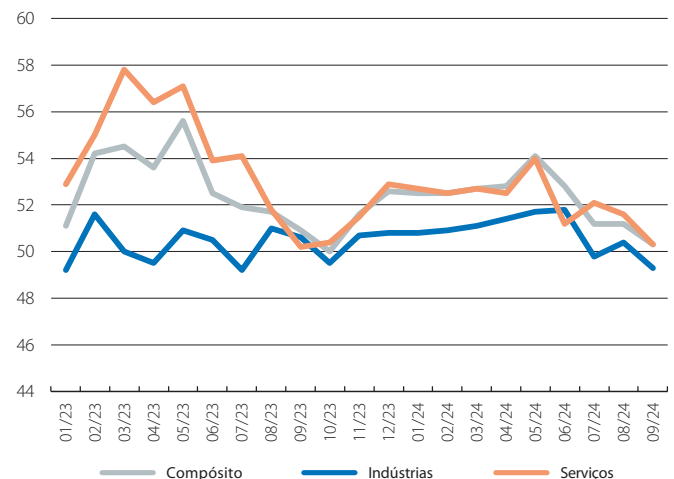


Nota: Volume do PIB a preços constantes.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat, ONS, BEA e do Gabinete do Governo do Japão.

**China: PMI Caixin**

Índice



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

## Deterioração moderada das expetativas de crescimento da economia mundial

Depois de um verão marcado pelos Jogos Olímpicos de Paris e por um breve período de turbulência financeira, que se deveu em parte aos receios de que a economia americana pudesse estar em recessão, entramos na reta final do ano. Estes receios revelaram-se um pouco exagerados e a economia mundial mantém a tendência dos últimos trimestres, embora as perspetivas para a última parte do ano tenham enfraquecido. Chegou, pois, o momento de reajustar os cenários económicos e financeiros com toda a nova informação que se tornou disponível nos últimos meses.

### Os preços do crude foram particularmente afetados pela deterioração das expetativas de crescimento global

Este arrefecimento das expetativas de crescimento é precisamente uma das razões que explicam a queda do preço das principais matérias-primas nos últimos meses. É particularmente notável o ajustamento dos preços da energia, que provoca uma revisão significativa do nosso cenário central para os seus preços.<sup>1</sup> Deste modo, para o petróleo, situamos o preço médio do barril de petróleo bruto Brent em 80,4 dólares em 2024 e em 76 dólares em dezembro, quase 7 e 10 dólares, respetivamente, abaixo do cenário anterior à revisão. Prevemos que, em 2025, o preço médio seja inferior a 75 dólares, com dezembro abaixo dos 74 dólares, 7 dólares e 4 dólares, respetivamente, menos do que no cenário anterior. No entanto, estas previsões estão sujeitas a um elevado grau de incerteza devido ao aumento da instabilidade geopolítica no Médio Oriente, tal como evidenciado pelo último episódio até à data: o risco iminente de alastramento de conflitos armados na região fez subir os preços do crude em mais de 5,0% em menos de dois dias. Os preços do gás mantiveram-se relativamente estáveis graças às condições favoráveis da oferta e da procura. Todavia, o possível impacto da não renovação, em dezembro, de um acordo de compra de cinco anos com a Rússia, devido à recusa da Ucrânia em permitir o transporte de gás através do seu território, torna aconselhável a revisão do preço em alta. Em 2024, o preço médio poderá ser de 33,8 euros/kWh, com dezembro a 40,8 euros/kWh, contra 30,2 e 35,5 euros/kWh, respetivamente, no cenário anterior. Colocamos o preço médio em 2025 em 39,6 euros/kWh e 40,6 euros/kWh em dezembro, face a 32,9 e 34,3 euros/kWh, respetivamente, no cenário anterior.

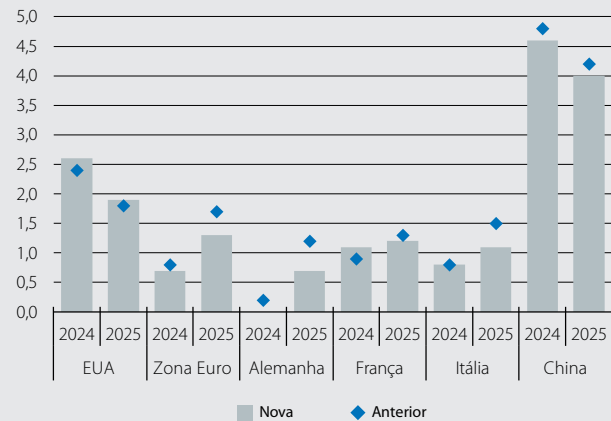
### Nos EUA, as atenções centram-se no mercado de trabalho, enquanto a inflação passa para segundo plano

A grande surpresa positiva no 1S foram os EUA, com um crescimento de «menos para mais»: 0,3% em termos trimestrais no 1T e 0,7% no 2T. Com efeito, esta robustez inesperada da atividade implica automaticamente uma

1. Ver o Focus «Energia: análise do cenário em tempos conturbados», neste mesmo Relatório Mensal.

### Previsões de crescimento do PIB

(%)



Fonte: BPI Research.

revisão em alta das previsões de crescimento para este ano e para o próximo, apesar de, como temos vindo a antecipar, estarmos a caminhar para um cenário de abrandamento para taxas de crescimento mais sustentáveis e próximas do seu potencial nos próximos trimestres (cerca de 0,5% em termos trimestrais). Assim, revemos em alta o crescimento estimado em 2024 em 0,2 p.p. para 2,6% e em 2025 em 0,1 p.p. para 1,9%.

A resistência do consumo das famílias no atual contexto de taxas de juro elevadas tem sido fundamental. Aliás, os últimos dados sobre as vendas a retalho, as despesas das famílias e o rendimento disponível sugerem que a dinâmica se manterá a curto prazo. Entretanto, já há indícios de que o consumo privado está a começar a sofrer: as taxas de incumprimento do crédito ao consumo subiram para o valor mais elevado desde 2011, as poupanças «extra» acumuladas após a pandemia esgotaram-se, enquanto a taxa de poupança caiu para mínimos de quase uma década e a criação de emprego desiludiu nos últimos meses.

Desde junho, a criação mensal de emprego (uma média de 168.000) tem sido bastante inferior à média dos dois anos anteriores (314.000), enquanto a taxa de desemprego tem vindo a aumentar gradualmente e está agora acima de 4,0%, com uma taxa de ofertas de emprego que caiu drasticamente desde os máximos do final de 2021 e já está perto dos níveis pré-pandémicos. Adicionalmente, o Departamento do Trabalho dos EUA anunciou que os valores revistos do emprego não agrícola para o período de abril de 2023 a março de 2024 revelam um nível de emprego cerca de 800.000 pessoas abaixo dos números atuais.

A inflação global teve, entretanto, um desempenho melhor do que o previsto, embora nos serviços esteja relutante em desacelerar. Por conseguinte, reduzimos a previsão para a inflação global em 2024 em 0,3 p. p. para 2,9%; e a de 2025 em 0,2 p. p. para 2,0%. Para a inflação subja-

cente, estimamos 3,3% em 2024 e 2,4% em 2025, em comparação com os atuais 3,7% e 2,6%, respetivamente.

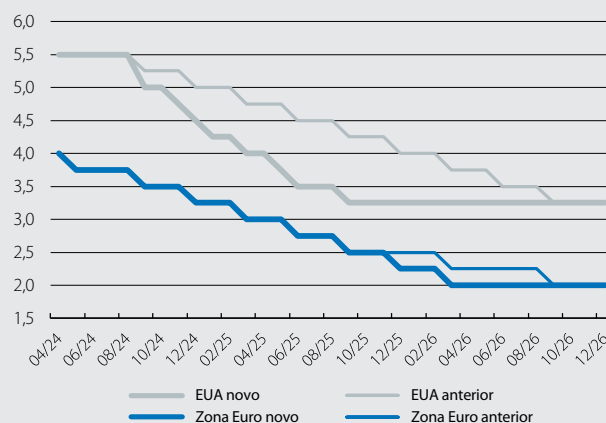
A situação do mercado de trabalho é, justamente, a variável-chave para a Reserva Federal, como salientou Powell em Jackson Hole, quando reconheceu que tinha chegado o momento de flexibilizar a política monetária para evitar que o mercado de trabalho continuasse a arrefecer, ao mesmo tempo que manifestava a sua satisfação com a evolução da inflação. Na verdade, o seu primeiro corte de taxas em setembro, de 50 p.b., foi uma declaração de intenções e assinalou o compromisso da Fed de evitar um «enfraquecimento indesejado», o que nos obrigou a reconsiderar o nosso cenário de taxas de juro para considerar uma Fed mais *hawkish*. Prevemos, assim, mais duas descidas de 25 p.b. no resto do ano, para fechar em 4,5% (5,0% no cenário anterior). Relativamente a 2025, esperamos cinco cortes de 25 p.b. para a taxa neutra de 3,25% em dezembro, antecipando para o próximo ano todos os cortes que esperávamos anteriormente em 2026.

### A fragilidade da Alemanha pesa sobre a Zona Euro no seu todo

A Zona Euro teve o desempenho esperado, embora o agregado esconda uma disparidade notável entre países. A fragilidade da Alemanha é particularmente preocupante: cresceu apenas 0,1% em termos trimestrais no ano e a evolução dos principais indicadores do clima empresarial e de opinião não deixa antever uma retoma significativa da atividade no resto do ano. A Alemanha enfrenta ainda uma série de desafios que comprometem o seu crescimento a médio prazo e a sua capacidade de resistência: excedentes elevados da conta corrente, um investimento público muito baixo, o aparecimento de novos concorrentes para a sua indústria automóvel histórica, etc. Consequentemente, reduzimos a previsão de crescimento para 2024 em 0,2 p.p. para 0,0% e reduzimos a previsão para 2025 em 0,5 p.p. para 0,7%. Quanto à Itália, embora até tenha tido um desempenho um pouco melhor do que o esperado, os atrasos na execução dos fundos do NGEU levam-nos a ser um pouco menos otimistas quanto à sua evolução futura, pelo que mantemos inalterada em 0,8% a previsão de crescimento para 2024 e reduzimos a de 2025 em 0,4 p.p. para 1,1%. A França, por outro lado, irá acelerar no 3T graças ao impulso da celebração dos Jogos Olímpicos em Paris este verão, que, no entanto, será transitório. Contudo, em virtude deste acontecimento, aumentámos a previsão de crescimento em 2024 em quase 0,2 p.p. para 1,1%, mas reduzimos a estimativa para 2025 em 0,1 p.p. para 1,2%. No cômputo geral, a previsão de crescimento para a Zona Euro é revista em 2024 -0,1 p.p. para 0,7% e em 2025 -0,4 p.p. para 1,3%.

Neste contexto de arrefecimento, a inflação está a comportar-se conforme as expectativas, embora a maior pressão descendente sobre a inflação dos serviços aumente marginalmente as nossas expectativas. Por conseguinte, elevámos a previsão para a inflação global em 2024 e 2025 em 0,1 p.p. para 2,2% e 2,0%, respetivamente. Relativamente à inflação subjacente, revimos em alta as previsões

### Expectativas de taxas de juro de referência (%)



Fonte: BPI Research.

para 2024 e 2025 em 0,2 e 0,1 p.p., para 2,8% e 2,2%, respetivamente. No entanto, a convergência da inflação para o seu objetivo prosseguirá nos próximos meses.

O cenário de crescimento económico um pouco mais fraco, com a inflação a aproximar-se do seu objetivo, permitirá ao BCE ser um pouco mais agressivo nos cortes de taxas. A este propósito, acreditamos que, até 2026, poderá reduzir as taxas de juro em 25 p.b. seis vezes, atingindo a taxa neutra de 2,0% em março de 2026.

### A China não pode atingir o seu objetivo de crescimento sem mais e maiores estímulos

O gigante asiático também está a desiludir: o crescimento do PIB abrandou no 2T 2024 para 0,7% em termos trimestrais (1,5% no 1T 2024) e é pouco provável que a atividade recupere nos próximos trimestres. O setor residencial reafirma-se como o grande peso da economia e as medidas de estímulo implementadas até à data não estão a surtir o efeito desejado, provocando uma deterioração notória da confiança dos agentes. Os investimentos privados, que estão estagnados, e o consumo privado, que ainda não arrancou, são igualmente afetados por este maior pessimismo, uma vez que a disponibilidade das famílias para a poupança se aproxima de máximos históricos. Por conseguinte, revemos em baixa em 0,2 p.p. a previsão de crescimento para 2024 e 2025, para 4,6% e 4,0%, respetivamente. A fim de garantir a consecução do objetivo de 5,0%, seriam necessárias medidas de estímulo orçamental superiores às atualmente em vigor, embora as preocupações com a sustentabilidade da dívida constituam um importante obstáculo (deverá ultrapassar os 100% do PIB em 2028, segundo o FMI). De facto, o último pacote de medidas aprovado a 24 de setembro centra-se sobretudo em novas medidas de flexibilização monetária (redução do rácio de reservas novamente), mas nenhum estímulo fiscal foi oficializado, para além de se reconhecer que terão de «emitir e utilizar» obrigações do Tesouro para melhorar a implementação do «papel de promoção do investimento do Governo».



## Os fatores-chave para o arrefecimento do mercado de trabalho dos EUA

É inegável que o mercado de trabalho dos EUA está a arrefecer. A Fed reconhece este facto e as estatísticas confirmam-no. Até agora, a taxa de desemprego aumentou 0,7 p. p. este ano, atingindo 4,1% em setembro, enquanto a criação de emprego abrandou e atingiu o seu nível mais baixo desde 2021 em julho. No presente artigo, examinaremos as causas destas mudanças e procuraremos responder a uma questão fundamental: o arrefecimento a que começamos a assistir no mercado de trabalho dos EUA deve ser motivo de preocupação ou trata-se de uma normalização após o aperto pós-pandémico? A resposta não é simples, mas é de importância crucial.

### Esclarecimentos preliminares

O Bureau of Labor Statistics (BLS) produz dois relatórios sobre o emprego que fornecem diferentes indicadores do mercado de trabalho: o *Establishment Survey*, baseado em inquéritos a empresas não agrícolas, e o *Household Survey*, baseado em inquéritos aos agregados familiares. O primeiro recolhe dados sobre os recibos de vencimento, fornecendo informações sobre as horas trabalhadas, os salários e a criação de emprego. Esta situação dá origem às chamadas *non farm payrolls*, a estatística mais utilizada para medir a criação de emprego. Em contrapartida, o *Household Survey*, à semelhança do IFT publicado em Espanha, classifica os inquiridos como empregados, desempregados ou inativos, gerando assim a taxa de desemprego e o valor da população ativa. Ambos os relatórios têm as suas limitações: o inquérito aos agregados familiares inclui os trabalhadores agrícolas, os trabalhadores por conta própria e os trabalhadores domésticos, mas baseia-se numa amostra de menor dimensão. O *Establishment Survey* calcula o número de postos de trabalho não agrícolas e não de indivíduos empregados, pelo que pode acontecer que sejam contados vários postos de trabalho detidos por uma única pessoa. Em vez disso, o *Household Survey* contabiliza cada pessoa apenas uma vez, independentemente do número de empregos que tenha. Apesar de, em 2024, os dois relatórios divergirem quanto ao nível de emprego, a tendência é semelhante. Utilizaremos aqui os dados do inquérito aos agregados familiares, uma vez que estes nos dão uma visão mais ampla para além dos recibos de vencimento e do emprego não agrícola.

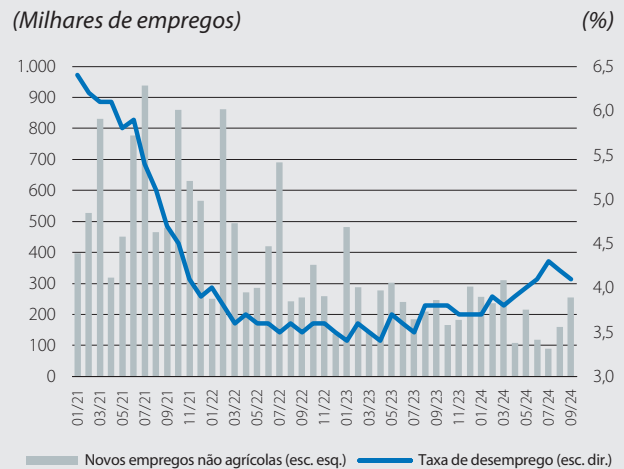
### Desde o tensionamento...

No segundo gráfico, são bem visíveis os desajustes no mercado de trabalho dos EUA desde 2020.<sup>1</sup> O desfazamento entre as séries da procura e da oferta serve como indicador da rigidez do mercado de trabalho: quando a procura excede a oferta, o mercado está sob tensão; quando acontece o contrário, está a arrefecer.

1. Avaliamos a procura como a soma das vagas (do relatório BLS JOLTS) e do emprego total do *Household Survey*. Medimos a oferta como o nível da população ativa também a partir do *Household Survey* do BLS.

### EUA: mercado de trabalho

(Milhares de empregos)



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

### EUA: oferta e procura no mercado de trabalho

(Milhares de pessoas)



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

A procura de emprego e, em menor grau, a oferta, no auge da pandemia, diminuíram drasticamente, mas, após a reabertura, a procura recuperou rapidamente, enquanto a oferta ficou mais para trás. Tal conduziu a uma forte contração do mercado de trabalho, que registou um excesso de procura de 6,5 milhões de postos de trabalho no seu pior ponto de sobreaquecimento em março de 2022. O número de vagas por desempregado era então quase dois (a média histórica é de 0,65). Os dois fatores que explicaram a fraqueza da oferta foram a queda da imigração, devido ao encerramento das fronteiras durante a pandemia, e a redução da taxa de participação no mercado de trabalho, uma consequência do que é conhecido como a Grande Demissão.<sup>2</sup>

### ... ao equilíbrio...

Contudo, com a recuperação da oferta, as tensões no mercado de trabalho começaram a diminuir. A popula-

2. Para mais pormenores, ver Focus «Radiografia das tensões no mercado de trabalho dos EUA», no IM03/2023.

ção ativa só em 2023 cresceu 2%, o dobro da média anual pré-pandemia, o que implica um aumento de 3,6 milhões de pessoas (o total em março de 2022 é de 4,3 milhões). Em parte, isto deve-se ao fim da Grande Demissão, uma vez esgotadas as poupanças acumuladas durante a pandemia, e ao aumento dos fluxos migratórios desde o final de 2020. Segundo as estimativas do CBO, entre 2022 e 2023, a migração líquida para o país foi de quase 6 milhões de pessoas, o que, por ano, representa mais do dobro dos fluxos anuais médios registados na década anterior. Embora nem todos estes migrantes entrem imediatamente no mercado de trabalho, em 2023 quase 40% do crescimento da população ativa adveio de trabalhadores estrangeiros. Esta diminuição da procura de mão de obra de 0,3% (apenas 228.000 postos de trabalho) foi insignificante em comparação com o crescimento descrito da oferta. Com efeito, este aumento da oferta foi fundamental para preencher as numerosas vagas existentes, reduzindo o excesso de procura em 70%, para 1,9 milhões de postos de trabalho, com a taxa de desemprego a quase não subir, o que é relevante tendo em conta o ambiente de taxas de juro elevadas em que a economia estava a operar.

### ... e agora o arrefecimento...

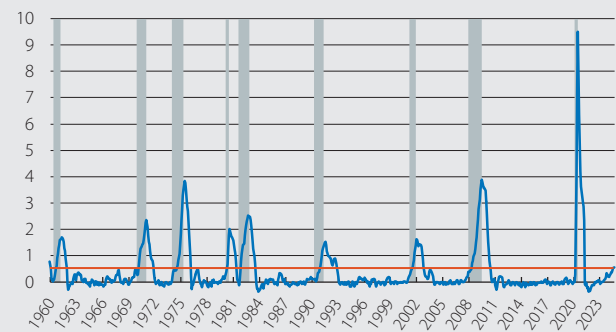
A diferença entre a oferta e a procura continuou a diminuir em 2024. Desta vez, porém, a melhoria deve-se mais à diminuição da procura do que ao crescimento da oferta. Durante os últimos 12 meses, a população ativa aumentou 0,8% e a taxa de participação manteve-se em cerca de 62,7%, enquanto a procura diminuiu mais de 1% em termos anuais, o ritmo de descida mais rápida desde 2021. Esta diminuição da procura deve-se principalmente à redução das vagas (18%), enquanto o nível de emprego se manteve relativamente estável. O *Establishment Survey* (os *payrolls*) aponta na mesma direção, embora sugira uma queda mais acentuada na criação de emprego: a média mensal de novos empregos em 2024 foi de 184.000, longe da média de 314.000 entre 2022 e 2023 e abaixo da média pré-pandémica de 191.000. As duas estatísticas sugerem que o mercado de trabalho está a absorver os novos trabalhadores a um ritmo mais lento, o que resultou num aumento da taxa de desemprego.

### ... ao ponto de indicar uma recessão?

A questão é saber se este arrefecimento é uma normalização ou um sinal de recessão. Em julho, quando a taxa de desemprego atingiu 4,3%, os receios de uma recessão económica foram desencadeados pelo sinal da regra Sahn. Trata-se de um padrão histórico que sugere que, quando a taxa de desemprego média dos últimos três meses se situa 0,5 pontos percentuais ou mais acima da média móvel de três meses mínima dos últimos 12 meses, estamos à beira de uma recessão.<sup>3</sup> Não é uma regra exata, e o facto de, nos últimos meses, a taxa de desemprego ter

3. Ver Sahn, C. (2019). «Direct stimulus payments to individuals». Brookings Institute.

### EUA: indicador de recessão da regra de Sahn (p. p.)



Nota: As barras cinzentas indicam uma recessão e a linha vermelha indica o limite da regra de Sahn.

Fonte: BPI Research, a partir de dados de Sahn, C. (2019), Direct stimulus payments to individuals, Brookings Institute, e da Reserva Federal de St. Louis.

atingido níveis mínimos históricos pode distorcer a mensagem. Efetivamente, Powell chamou-lhe uma «coincidência estatística» e não uma regra, pois houve episódios de «falsos positivos», como se pode ver no terceiro gráfico. É necessária uma análise mais aprofundada que coloque o indicador em todo o contexto económico para se chegar a uma conclusão mais precisa.

Com efeito, outros indicadores sugerem que o mercado de trabalho permanece saudável e que o arrefecimento está a normalizar-se. A taxa de despedimento mantém-se assim estável em torno de 1,0%, sem aumentos significativos, e os pedidos de subsídio de desemprego também não cresceram de forma preocupante. A procura de emprego abrandou, mas não entrou em colapso. Por outro lado, uma taxa de desemprego de 4,1% continua a ser baixa em termos históricos.

O nosso cenário principal aponta para uma moderação do ritmo de crescimento da atividade para níveis potenciais, mas não prevemos uma recessão a curto e médio prazo. O abrandamento da procura de mão de obra faz parte desta moderação, mas o risco é que arrefeça o suficiente para causar um aumento mais pronunciado da taxa de desemprego. A Reserva Federal tem sido explícita na sua intenção de evitar esse cenário e começou a flexibilizar a política monetária, cortando as taxas de juro em 50 p.b. e sinalizando uma abordagem mais agressiva do que o esperado. Resta saber se estas medidas serão suficientes para manter a resiliência do mercado de trabalho face aos vários riscos que pesam sobre as perspetivas económicas.

## Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas

Mario Draghi apresentou o seu muito aguardado relatório sobre o futuro da economia e da competitividade da UE em 9 de setembro. Em complemento do relatório Letta sobre o mercado único, publicado em maio, este novo exercício de propostas estratégicas para a UE faz um diagnóstico severo do estado atual da economia europeia e propõe uma reorientação produtiva para desenvolver a indústria necessária à transição ecológica e à autonomia estratégica, bem como a forma de mobilizar os investimentos necessários para o efeito. O relatório lança as bases da reindustrialização na Europa, combinando ações horizontais com um menu de propostas para 10 setores estratégicos.

Relativamente ao diagnóstico do problema, o relatório mostra como o fosso entre o PIB per capita da UE e o dos EUA aumentou nos últimos anos devido à menor produtividade europeia – que também se explica por um efeito de composição, uma vez que o setor mais produtivo nas últimas décadas foi o setor tecnológico, que tem uma presença menor na UE – e ao menor número de horas trabalhadas em comparação com os EUA. Para além deste pior desempenho económico comparativo, o abrandamento do comércio de mercadorias e a reconfiguração das cadeias de valor tornam vulnerável o atual modelo económico da UE, altamente orientado para a exportação.

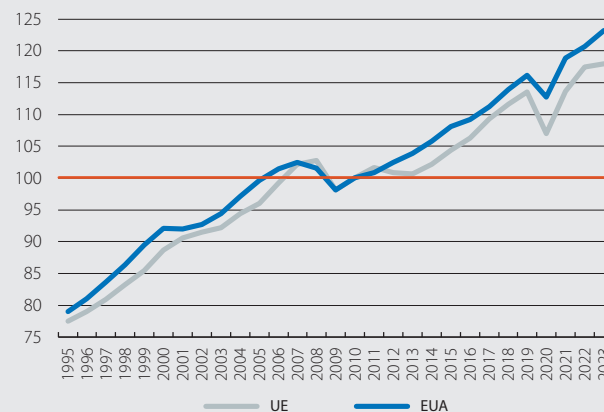
Trata-se de um desafio considerável para a UE, pois se não for capaz de aumentar a sua produtividade e o seu potencial de crescimento num contexto de envelhecimento da população, o seu modelo social e o bem-estar dos seus cidadãos poderão ficar comprometidos. O relatório considera que uma das principais formas de superar este desafio consiste em proporcionar oportunidades para desbloquear a grande quantidade de poupanças que as famílias e outros agentes económicos da UE acumularam e canalizá-las para um maior investimento nas atividades mais produtivas, a fim de escapar à situação atual, descrita como uma «armadilha da tecnologia média».<sup>1</sup>

Draghi propõe uma viragem copernicana da UE neste processo: desenvolver uma política industrial a nível europeu. A política industrial, que até agora tem sido da responsabilidade dos Estados-Membros, deve também tornar-se o princípio orientador da política económica europeia, à qual devem estar subordinadas tanto a política comercial como a política de concorrência (duas das principais áreas de competência da UE desde a criação do mercado comum). O desenvolvimento de uma política industrial europeia deverá também facilitar a realização dos dois

1. Trata-se de uma situação de baixo dinamismo industrial, baixa inovação, baixo investimento e baixo crescimento da produtividade.

### UE e EUA: PIB real per capita

Índice (100 = 2010) em PPA



Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO).

grandes objetivos da UE para as próximas décadas: a descarbonização da economia e maior autonomia europeia, tanto económica como de segurança.

### Três grandes transformações necessárias na economia da UE

Como primeira linha de ação, e vetor de viabilização de todas as outras, é necessário aumentar a inovação na Europa, facilitando que as ideias que já estão a surgir aqui não pereçam tantas vezes no seu caminho para a comercialização antes de serem implementadas (devido a ineficiências no mercado único ou à falta de financiamento). Neste sentido, algumas das medidas propostas incluem a melhoria da coordenação do investimento público em I&D entre os Estados-Membros, a adoção de um sistema de patente unitário ou a melhoria do acesso ao financiamento por parte das empresas inovadoras. A fim de alcançar este último objetivo, é importante melhorar o mercado europeu de capitais, como se refere mais adiante, para incentivar o desenvolvimento de entidades mais favoráveis à inovação, como o capital de risco. Além disso, na Europa, onde a maior parte do financiamento das empresas foi até agora feito através dos bancos, este setor enfrenta a desvantagem de uma maior carga regulamentar do que os seus homólogos americanos, o que constitui não só um travão adicional ao financiamento da inovação, mas também à sua rentabilidade.

No que respeita ao segundo grande objetivo, a descarbonização, Draghi sugere que a UE deve reorientar o seu apoio à produção de tecnologias limpas, concentrando-se naquelas em que é líder ou em que é estratégico desenvolver capacidades (como as baterias). Entre as medidas que se destacam nesta linha de ação está a

necessidade de reduzir os preços da energia para o consumidor final, um dos encargos que a indústria europeia enfrenta numa perspetiva comparativa. Para o efeito, o relatório propõe uma série de opções que vão desde a redução da tributação até à alteração do mecanismo de fixação de preços, que permitiria que o baixo custo das energias renováveis se repercutisse positivamente em toda a economia. Outra das ideias transversais do relatório, que consiste em assegurar que a UE aproveite a sua grande relevância económica internacional para permitir e garantir a aquisição de todos os tipos de fatores de produção ao melhor preço, também toma forma nesta linha. No domínio da energia, isto implicaria compras conjuntas de gás natural ou de crude, mas também o desenvolvimento de estratégias comuns em casos de emergência ou de crise (como os aumentos acentuados dos preços do gás na sequência da guerra da Rússia contra a Ucrânia) que evitem diferentes medidas nacionais suscetíveis de distorcer o mercado único.

O objetivo final e a alavanca para aumentar a competitividade é reduzir a dependência externa e aumentar a segurança no ambiente geopolítico turbulento de hoje. A ideia de compra conjunta reaparece também aqui, neste caso de matérias-primas essenciais para a transição ecológica. Em contrapartida, o desenvolvimento de uma política de defesa mais autónoma exige também um impulso industrial que permita o desenvolvimento de empresas transeuropeias semelhantes à Airbus, bem como uma maior standardização dos equipamentos e sistemas de defesa dos Estados-Membros.

### **Reformas na governação da UE para desbloquear o potencial de crescimento**

Para se conseguir avançar nestes três eixos são necessárias duas grandes reformas transversais. Em primeiro lugar, criar um ambiente mais propício ao investimento, tanto público como privado. Enquanto a maior parte do capital necessário para esta transformação produtiva tem de vir do setor privado, como tem acontecido tradicionalmente, o setor público tem de acompanhar e incentivar estes investimentos. Com efeito, uma das principais propostas do relatório é que esse investimento público seja feito através da emissão regular de ativos seguros agrupados (ou seja, euro-obrigações que prolongariam o que já foi conseguido com o NGEU) que incentivariam o investimento em projetos industriais paneuropeus.

A criação de euro-obrigações deve ser complementada por uma união dos mercados de capitais e uma união bancária mais profundas e abrangentes, bem como por um novo impulso aos sistemas de pensões. Tal deverá desbloquear o grande volume de poupanças latentes na UE e permitir que o investimento circule entre todos os Estados-Membros. Outra forma de atingir estes objetivos seria, para além das euro-obrigações, facilitar a titularização dos

ativos bancários, para que os bancos possam libertar capital e aumentar a sua capacidade de financiamento.

A necessidade de investimento é estimada pela Comissão Europeia em, pelo menos, 800.000 milhões de euros por ano (um volume equivalente a quase 5% do PIB da UE em 2023); o que faria com que o investimento passasse a representar cerca de 27% do PIB da UE, em comparação com os atuais 22%), embora ainda não se saiba se o tecido produtivo seria capaz de absorver este montante de fundos. Se tal for conseguido, o relatório estima um aumento do PIB de 6% em 15 anos (em comparação com um cenário em que os investimentos não sejam efetuados) com uma pressão inflacionista limitada e temporária. Além disso, o relatório conclui que um investimento público elevado terá pouco impacto na sustentabilidade orçamental se forem alcançados ganhos de produtividade.

A segunda grande reforma transversal é a melhoria da governação europeia a diferentes níveis. No plano orçamental, o relatório propõe a elaboração de um orçamento mais flexível, com uma maior capacidade de reafetação das despesas, tendo em conta o seu longo horizonte temporal, com menos rubricas e uma consolidação das prioridades em torno dos objetivos fixados (ou seja, centrado nas necessidades da política industrial para fazer face aos três principais desafios descritos). Num outro plano, mais «constitucional», o relatório propõe o agilizar do processo de decisão, alargando ou generalizando a votação por maioria qualificada em vez da unanimidade no Conselho da UE.

Muito embora o relatório tenha sido recebido de forma positiva pelas autoridades europeias, resta saber até onde irá e até que ponto será capaz de lidar com a relutância de alguns Estados-Membros em aceitar as propostas, especialmente aquelas que têm sido consideradas há mais tempo sem sucesso (como as euro-obrigações ou a conclusão da união bancária e dos mercados de capitais).



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

## ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,5	2,9	3,2	3,2	2,9	3,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	4,6	5,0	2,9	3,4	3,3	3,3	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	109,0	102,7	106,3	98,9	101,9	105,6	98,7
Produção industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	0,1	–0,7	0,0	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,6	46,9	49,1	48,8	46,8	47,2	47,2
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.380	1.481	1.407	1.340	1.237	1.356	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	316	322	325	329	331	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,3	4,2	4,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,0	60,0	60,2
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,0	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	3,5	3,2	3,2	3,2	2,9	2,5	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	4,4	4,0	3,8	3,4	3,2	3,2	...

## JAPÃO

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Atividade</b>									
PIB real	1,2	1,7	1,3	0,9	–0,9	–1,0	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	36,2	36,5	38,9	37,0	36,7	36,7	36,9
Produção industrial	0,0	–1,4	–3,6	–0,9	–4,3	–2,9	–0,4	–3,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	9,0	13,0	11,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,1	–3,0	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	–1,1	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	3,1	2,9	2,5	2,7	2,7	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	4,3	3,9	3,2	2,2	1,9	2,1	...

## CHINA

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Atividade</b>									
PIB real	3,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,7	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	4,2	8,3	4,7	2,6	2,7	2,1	...
Produção industrial	3,4	4,6	4,2	6,0	5,8	5,9	5,1	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,7	49,3	49,7	49,8	49,4	49,1	49,8
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	899	865	901	865	841	864	872	895	...
Exportações	7,1	–5,1	–10,8	–3,3	–1,7	4,4	6,7	8,3	...
Importações	0,7	–5,5	–8,5	0,9	1,6	2,5	7,2	0,5	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	–0,1	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,6	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,1

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Milhares de milhões de dólares. 3. Fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicações do Japão, Banco do Japão, Instituto Nacional de Estatística da China e da Refinitiv.

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	1,4	-1,9	-2,2	-0,7	-0,2	0,3	-0,1	0,8	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	2,3	-2,1	-4,8	-3,7	-4,8	-3,6	-2,2	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-16,3	-16,7	-15,5	-14,3	-13,0	-13,4	-12,9
Sentimento económico	102,1	96,4	94,3	94,8	96,0	95,9	96,0	96,5	96,2
PMI indústrias	52,1	45,0	43,2	43,9	46,4	46,3	45,8	45,8	45,0
PMI serviços	52,1	51,2	49,2	48,4	50,0	53,1	51,9	52,9	51,4
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	2,2	1,4	1,4	1,2	1,0	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	6,8	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,1	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	7,3	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	8,1	7,7	7,7	7,4	7,2	6,8	6,4	6,2	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	3,4	0,5	0,0	0,2	0,5	0,6	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	1,5	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	2,6	1,1	0,9	1,3	1,5	1,0	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	4,9	0,8	0,1	0,3	0,2	0,6	-	-	-

## Preços

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Inflação geral	8,4	5,5	5,0	2,7	2,6	2,5	2,6	2,2	1,8
Inflação núcleo	3,9	5,0	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,8	2,7

## Setor externo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Balança corrente</b>	0,0	2,1	1,6	2,1	2,6	3,2	3,4	...	...
Alemanha	4,4	5,9	5,5	5,9	6,2	6,5	6,5	...	...
França	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	-1,1	-1,0	...	...
Itália	-1,5	0,5	0,0	0,5	1,1	1,6	1,5	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	90,9	94,7	95,9	95,1	95,2	95,2	95,5	95,7	95,6

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	6,7	2,7	1,1	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	4,4	1,7	1,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,8	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,1	5,0	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	2,0	4,4	4,7	4,9	4,9	4,8	4,8	4,7	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	6,3	-8,5	-11,3	-10,7	-8,8	-5,5	-3,6	-2,5	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	23,2	21,0	18,4	14,4	11,4	10,6	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,3	20,4	19,9	20,5	19,7	21,4	22,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	3,0	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	...

**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.