

A economia dos EUA, a grande vencedora de 2024

Um fim de ano de continuidade dos dados económicos. Os indicadores económicos disponíveis mais recentes apontam para uma continuação das tendências observadas durante grande parte do ano no final de 2024: dinamismo e resiliência nos EUA, fragilidade na Zona Euro devido à situação delicada na Alemanha e em França e falta de dinamismo da economia chinesa na ausência de estímulos económicos significativos.

Os EUA encerrarão 2024 com um crescimento ainda dinâmico. A economia dos EUA está a começar a abrandar, embora continue a fazer bons progressos graças à robustez do seu consumo privado num contexto de normalização gradual do mercado de trabalho. Efetivamente, tanto o consumo das famílias como o rendimento disponível, em termos reais, foram 0,5% superiores em outubro face à média do 3T, enquanto a taxa de poupança subiu 0,4 p.p. para 4,4%, «reforçando» a almofada das famílias para o final do ano. Acresce que o ISM dos serviços aumentou em outubro pelo quarto mês consecutivo e atingiu um máximo de mais de dois anos (56 pontos vs. um limiar de 50, que separa o crescimento da contração). O desenvolvimento da indústria é menos favorável: a produção industrial caiu em outubro (-0,3% em cadeia vs. -0,5% anteriormente), assim como as encomendas de bens de capital excluindo defesa e aeronaves (-0,2% vs. 0,3%), enquanto tanto o ISM como o PMI da indústria transformadora se consolidaram em valores abaixo de 50, compatíveis com novas quedas na atividade do setor. Em suma, o balanço da economia no seu conjunto é claramente positivo e os trackers apontam para um crescimento do PIB de 0,5%-0,7% em termos trimestrais no 4T (0,7% nos dois trimestres anteriores). Perante este cenário, a inflação global recuperou 0,2 p. p. para 2,6% em outubro, com a subjacente estável em 3,3%, o que contribuiu para o ajustamento das expectativas do mercado sobre as futuras ações da Fed (ver a conjuntura dos mercados financeiros).

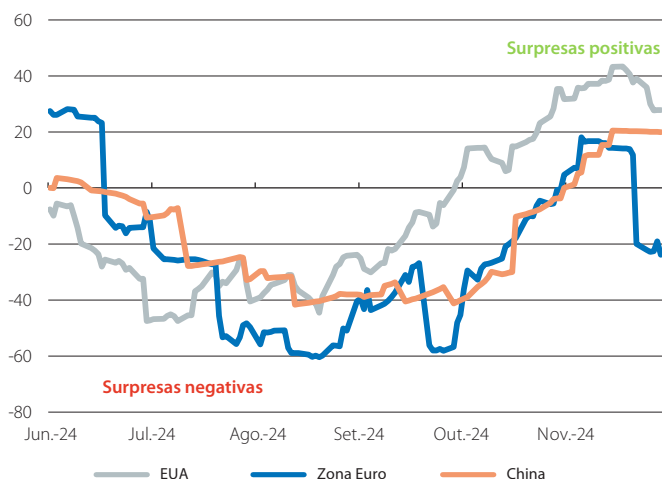
A agenda económica de Trump, possivelmente inflacionista a médio prazo. Também as perspetivas de crescimento para 2025 são bastante otimistas, embora haja dúvidas quanto à implementação da agenda económica da nova administração. Apesar de Trump ter uma maioria republicana tanto no Senado como na Câmara dos Representantes e de isso não garantir a aprovação total do seu programa, começaram a criar-se expectativas de um impulso a curto prazo para o crescimento através de cortes nos impostos. Não obstante, com a aplicação das tarifas aduaneiras e a imposição de novos limites à imigração, o crescimento poderá ser afetado a médio prazo. Existem menos dúvidas quanto à natureza inflacionista destas medidas e, desde setembro, as expectativas de inflação a dois anos recuperaram mais de 50 p. b. (de acordo com os mercados de swaps de inflação).

A Zona Euro é afetada pela fraqueza da Alemanha e pela apatia da França. Os últimos dados indicam que a Zona Euro está a enfrentar um final de ano cada vez mais fraco: os principais indicadores de clima e de sentimento empresarial prosseguem a sua deterioração e consolidam-se em referências compatíveis com a diminuição da atividade (o PMI composto desceu em novembro para 48,1, um mínimo de 10 meses). A falta de dinamismo explica-se pela situação delicada das duas grandes economias da região.

abrandar

Índice de surpresas económicas

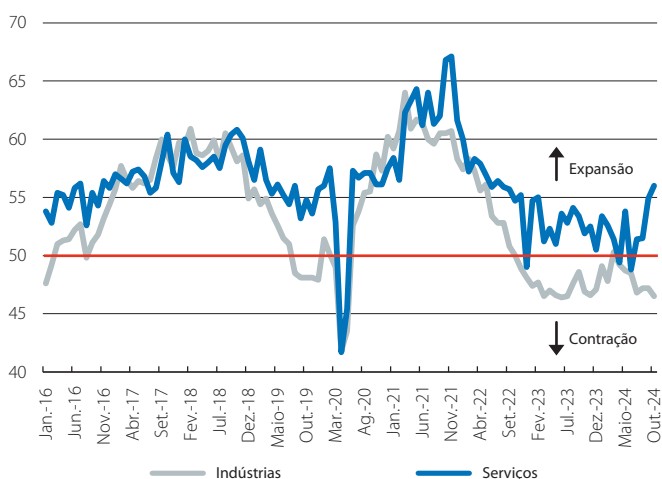
(Desvio em relação ao esperado)



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

EUA: ISM

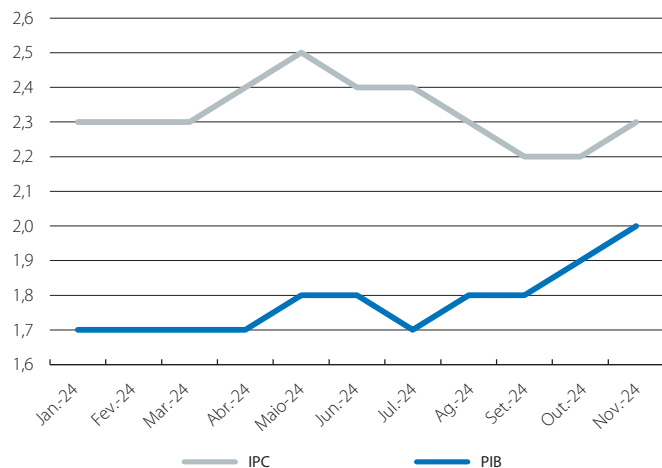
Índice



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Institute for Supply Management.

EUA: evolução previsões para 2025 *

Varição anual (%)



Nota: * Média de consenso dos analistas consultados pela Reuters.

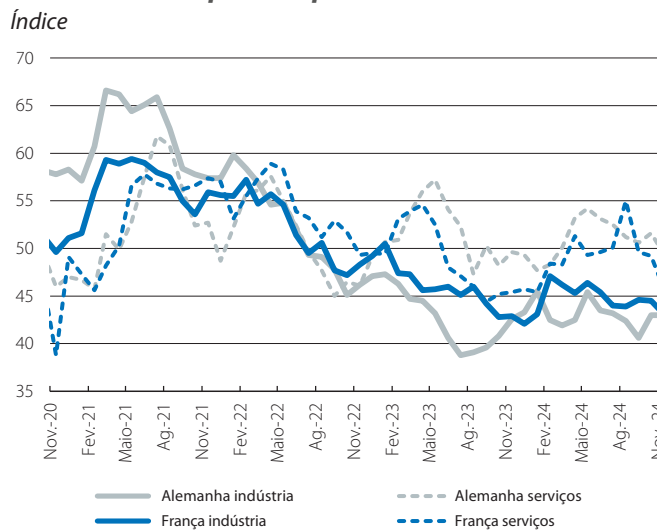
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reuters.

A Alemanha, por um lado, estagnada no meio de dificuldades estruturais (o PIB do 3T é apenas 0,2% superior ao de antes da COVID), penalizada pelo setor industrial (as encomendas à indústria em setembro ficaram quase 12% abaixo da tendência) e por um setor dos serviços sem o impulso necessário para pegar no bastão, e com os últimos dados que não permitem excluir uma nova queda do PIB no final do ano. Por outro lado, a França, que, passada a dinâmica dos Jogos Olímpicos de Paris (PIB +0,4% em cadeia no 3T), enfrenta também um final de ano com um claro arrefecimento do crescimento (em outubro, o consumo das famílias caiu 0,4% em em cadeia e o PMI compósito desceu abaixo dos 45 pontos em novembro). Esta fraqueza económica é agravada por uma incerteza política acrescida: na Alemanha, as eleições antecipadas realizam-se a 23 de fevereiro e, em França, o Presidente Macron ficou sem governo depois de perder uma moção de censura, o que também deixou o orçamento para 2025 por aprovar. A economia italiana também começou a perder dinamismo: o PIB estagnou no 3T e o PMI compósito de novembro foi inferior a 50. Globalmente, o arrefecimento da atividade dá confiança na luta contra a inflação. A inflação global na Zona Euro foi de 2,3% em novembro (com uma ligeira recuperação, já prevista, devido aos efeitos de base da energia), enquanto a inflação subjacente se manteve estável em 2,7% e os indicadores de *momentum* saponavam para uma inflação ligeiramente inferior a 2%.

Ventos contrários para a Zona Euro. Em primeiro lugar, os processos de consolidação orçamental devem começar já em 2025 em muitas economias, após anos de políticas orçamentais muito expansionistas para compensar o impacto da COVID e da guerra na Ucrânia. A Itália e a França, entre outros, estão sujeitas a procedimentos por défice excessivo, o que as obriga a aplicar medidas restritivas e a cumprir um calendário de objetivos. Depois, um aumento das tarifas aduaneiras por parte dos EUA pesaria sobre a atividade na Zona Euro, uma economia aberta que depende do seu setor externo, sendo a Alemanha e a Itália as mais expostas (ver o Destaque «Exposição da economia europeia a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA» neste relatório). Como ponto positivo, as esperadas reduções das taxas do BCE traduzir-se-ão em menos ventos contrários para a política monetária.

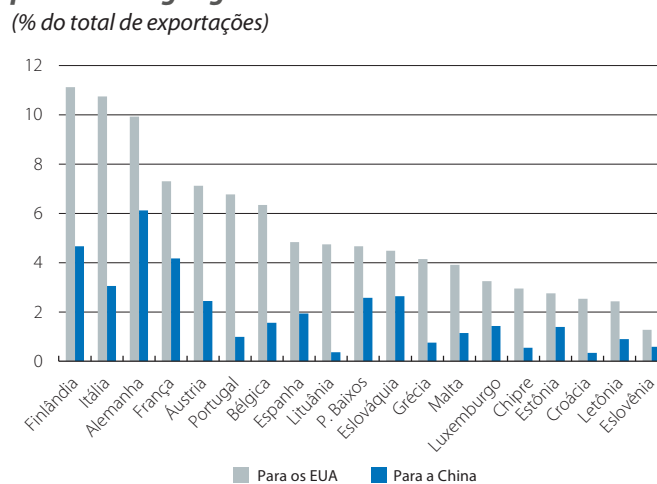
China, o principal alvo das políticas tarifárias de Trump. A economia chinesa não conseguiu recuperar no 4T, apesar dos esforços do governo para estimular o consumo e o investimento. Em termos homólogos, a produção industrial cresceu 5,3% e as vendas a retalho 3,2% em outubro, ambos muito abaixo da média pré-pandémica para o mês. Para além disso, a situação do seu setor residencial permanece bastante frágil, tal como indicado por um índice de confiança do setor em outubro próximo dos níveis mínimos. Embora seja provável que a China esteja suficientemente próxima do objetivo de crescimento do PIB de 5,0% para 2024, as perspetivas para 2025 são mais incertas. De um lado, devido aos riscos que emergem da política tarifária dos EUA (a China é um dos principais alvos, com ameaças de tarifas de 60% já precedidas de um anúncio de que a 20 de janeiro, dia da tomada de posse de Trump, será aprovada por ordem executiva uma tarifa adicional de 10%). Em contrapartida, a economia é arrastada por dificuldades estruturais, relacionadas com a crise da habitação e com os fracos indicadores de confiança das famílias, fatores que se traduzem numa fraca procura interna e numa «desinflação» generalizada: a inflação global está praticamente estável (0,3% em outubro) e os preços no produtor estão a cair há dois anos (-2,9% em outubro).

Zona Euro: PMI por componentes



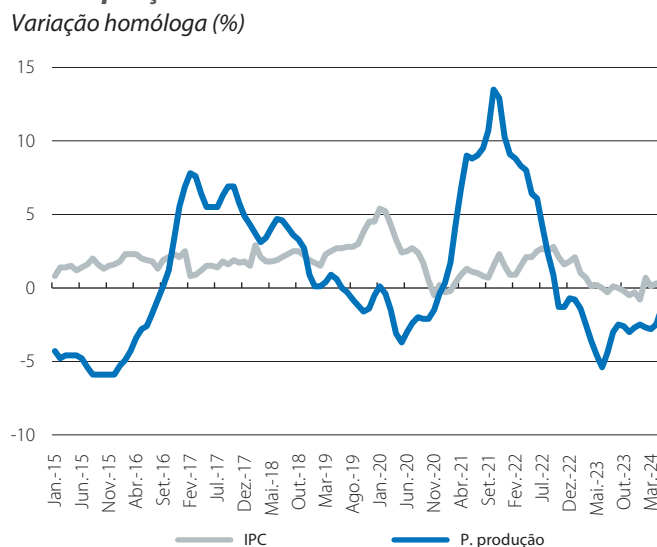
Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global PMI.

Zona Euro: exportações de mercadorias por destino geográfico



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

China: preços



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

Exposição da economia da China a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA

Na sequência de anos de tensões comerciais entre o maior exportador e o maior importador do mundo, a China e os EUA, respetivamente, as ligações diretas entre as duas economias têm vindo a diminuir. Enquanto que, em 2018, 21% das importações norte-americanas provinham da China, em 2023 este valor atingiu os 14%.¹ Por outro lado, se as exportações para os EUA representavam 3,5% do PIB chinês em 2018, em 2023 representavam 2,9%, uma diminuição significativa num período de tempo relativamente curto.²

Exposição e sensibilidade aos direitos aduaneiros

Enquanto «fábrica do mundo», a China desempenha um papel essencial nas cadeias de valor asiáticas e mundiais.

A fim de quantificar este papel e compreender a exposição à intensificação do protecionismo, devemos ir além dos valores agregados do comércio externo e utilizar como medida de exposição a proporção do VAB originário da China ligado à procura final dos Estados Unidos. Cerca de 3% do VAB originário da China tem os EUA como destino final,³ um valor que inclui as reexportações de bens intermédios produzidos na China, incorporados na produção de um bem ou serviço ao longo das cadeias de valor globais e depois reexportados para os EUA. Este número inclui também todos os serviços exportados para os Estados Unidos, direta ou indiretamente, ligados a bens com destino final nos EUA.

China: exposição ao EUA

(% do VAB total em cada setor ligado à procura final dos EUA)

	1995-2000	2002-2007	2010-2015	2016-2019	2020
TOTAL	4,3	6,8	3,9	3,3	3,0
Agricultura	2,6	4,1	3,2	2,6	2,2
Mineração	5,1	7,6	4,0	3,6	3,3
Indústrias	6,9	10,9	6,4	5,8	5,4
Alimentação	2,0	3,2	2,4	1,9	1,7
Têxtil e vestuário	16,1	21,2	13,0	11,0	9,6
Madeira e papel	5,9	10,6	6,3	5,7	4,9
Coque e ref. de petróleo	4,9	8,1	4,3	3,9	3,5
Química	7,9	11,1	6,5	6,1	5,8
Sector farmacêutico	3,7	4,1	2,4	1,9	2,0
Borrachas e plásticos	7,9	13,6	8,5	8,1	8,2
Outros minerais não metálicos	3,0	6,6	2,5	2,4	2,1
Metais	6,0	9,4	4,9	4,6	4,2
Computadores e bens eletrónicos	10,0	19,9	14,3	12,2	11,3
Produtos elétricos	5,9	10,8	5,9	7,1	7,1
Maquinaria	4,0	6,3	3,9	4,6	3,9
Veículos a motor e reboques	3,7	6,9	3,1	3,3	2,8
Outros equipamentos de transporte	6,1	7,3	2,7	2,9	2,5
Outras indústrias	24,1	35,5	17,0	13,4	12,3
Utilities	3,7	5,9	3,2	2,7	2,4
Construção	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Serviços	4,5	6,5	3,8	3,1	2,8
Serviços comerciais	6,3	10,2	6,0	5,4	4,8
Logística	6,0	8,1	4,5	4,0	3,7
Restauração	3,6	4,2	2,6	1,9	1,5
Informação e comunicação	3,5	4,7	1,8	1,7	1,6
Financeiro	4,1	5,9	3,6	2,7	2,2
Imobiliário	1,5	1,4	1,1	1,0	0,9
Outros serviços	3,5	5,8	3,7	2,9	2,6

Nota: Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC em 2001), 2002-2007 (após a entrada da China na OMC, pré-crise), 2010-2015 (pré-escalada das tensões comerciais) e 2016-2019 (pré-pandemia). Os últimos dados disponíveis referem-se a 2020. São utilizados os dados da atualização mais recente da base de dados TIVA da OCDE, de 2023. A cor do quadro reflete o grau de exposição da China à procura final dos EUA, em diferentes setores e períodos. As cores mais frias indicam menos exposição, enquanto as cores mais quentes indicam mais exposição.

Fonte: BPI Research, com base em dados da OCDE (TIVA - Trade in Value Added).

1. Durante o mesmo período, a parte das exportações para os EUA nas exportações totais da China diminuiu 5 p. p., passando de 19% para 14%.
2. Este valor baseia-se nas exportações comunicadas pela China para os EUA. Se, em alternativa, utilizássemos as importações da China comunicadas pelos EUA, o peso destes fluxos teria diminuído de 3,9% para 2,4% do PIB da China no mesmo período.
3. Para 2019 e 2020, últimos anos disponíveis. A média de 2016-2019 situa-se em 3,3%, enquanto no início da década estava próxima dos 4%.

China: quotas de exportação por país (% do total)

	2010-2015	2015	2018	2019	2023	2019 vs. 2015	2023 vs. 2019
→ EUA	17,3	18,1	19,2	16,7	14,8		
→ UE	14,4	13,1	14,2	14,6	14,7		
→ Alemanha	3,4	3,0	3,1	3,2	3,0		
→ Espanha	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2		
→ França	1,4	1,2	1,2	1,3	1,2		
→ Itália	1,4	1,2	1,3	1,3	1,3		
→ Japão	6,9	6,0	5,9	5,7	4,6		
→ México	1,3	1,5	1,8	1,9	2,4		
→ Brasil	1,5	1,2	1,4	1,4	1,7		
→ Rússia	2,0	1,5	1,9	2,0	3,3		
→ Índia	2,4	2,6	3,1	3,0	3,5		
→ ASEAN	10,6	12,3	12,9	14,4	15,7		
→ Vietname	2,1	2,9	3,4	3,9	4,1		
→ Malásia	1,8	1,9	1,8	2,1	2,6		
→ Singapura	2,1	2,3	2,0	2,2	2,3		
→ Tailândia	1,5	1,7	1,7	1,8	2,2		
→ África	3,8	4,8	4,2	4,5	5,1		
→ Países exp. petróleo	8,1	7,9	7,0	7,6	9,7		
→ Economias avançadas	67,5	66,2	65,1	62,6	56,3		
→ Economias emergentes	32,3	33,8	34,8	37,2	43,6		

Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI, via Bloomberg.

Em termos setoriais, do lado dos bens, destaca-se a exposição agregada do setor da indústria transformadora: de 5-6% do valor acrescentado da indústria transformadora chinesa tem os EUA como destino final. Menos do que a exposição do setor transformador da UE aos EUA (de 7%), mas com maiores implicações para a economia chinesa no seu conjunto, dado que o setor transformador representa 30% do valor acrescentado total na China, em comparação com 17% na UE. No setor da indústria transformadora, existem fortes ligações nos setores da eletrónica, dos têxteis, da borracha e dos plásticos, dos produtos elétricos e dos produtos químicos, setores em que a China tem um grau avançado de especialização e que representam cerca de um terço do valor acrescentado no setor da indústria transformadora. Quanto aos serviços, a exposição é também significativa (cerca de 3% do valor acrescentado do setor está ligado à procura dos EUA) e está particularmente concentrada nos serviços «ligados» à exportação de bens, como os serviços às empresas e a logística.

Partindo destes valores de exposição comercial, se assumirmos que a introdução de uma taxa aduaneira de 60% sobre as importações dos EUA provenientes da China (em comparação com uma taxa média atual de cerca de 15%) resultaria numa queda de um terço na procura final dos EUA de produtos chineses,⁴ o impacto no PIB da China

4. Tal implicaria uma elasticidade de preços próxima de 0,7 das exportações da China para os EUA, em conformidade com dados recentes (Devarajan, S., Go, D., Robinson, S. [2023], "Trade Elasticities in Aggregate Models - Estimates for 191 Countries", Policy Research Working Paper 10490, World Bank Group).

seria próximo de 1%. No entanto, estes valores são susceptíveis de sobrestimar o impacto da imposição de uma tarifa unilateral pelos EUA. Primeiro, porque, *a priori*, os direitos aduaneiros seriam aplicados às mercadorias e, em contrapartida, os valores de exposição acima referidos incluem todas as exportações (diretas ou indiretas) no setor dos serviços. Considerando apenas o efeito nas exportações (diretas ou indiretas) de bens e o efeito de arrastamento no setor dos serviços, pode obter-se uma aproximação mais precisa da exposição agregada da China à procura dos EUA utilizando o valor acrescentado originário da China incorporado nas importações de bens dos EUA (de qualquer país). Para 2019, este valor é de 2,6%. Tendo em base esta medida, o impacto agregado em termos de PIB seria reduzido entre 1 e 2 décimas (para 0,8%-0,9% do PIB).⁵

Num cenário de introdução de direitos aduaneiros diferenciados por parte dos EUA (os anúncios realizados

5. Os direitos aduaneiros podem abranger apenas as exportações diretas de mercadorias ou podem incluir as chamadas «regras de origem», que afetariam também as exportações indiretas, uma opção tecnicamente mais complexa e administrativamente mais difícil. No âmbito do presente Focus, as medidas de exposição comercial incluem tanto os bens e serviços intermédios produzidos na China como os incorporados nas exportações de bens de países terceiros para os EUA, o que, embora possa sobrestimar o impacto agregado de uma taxa que só se aplicaria às exportações diretas, tem a vantagem de considerar o efeito de arrastamento noutros fluxos comerciais. Acresce que, num contexto de incerteza quanto às políticas comerciais e à introdução de uma tarifa universal sobre as importações de bens dos EUA, que teria um impacto adicional na China através de uma redução da procura global, esta pode ser considerada uma aproximação razoável.

durante a campanha presidencial apontam para a imposição de uma tarifa universal de 10% e de uma taxa bilateral de 60% sobre a China), é provável que ocorra uma redireção das exportações da China, seja por uma estratégia das empresas com produção na China para «contornar» as tarifas e manter os fluxos de exportação para os EUA (o que representaria um desvio artificial de comércio, ou *rerouting*), seja por desvios efetivos de fluxos, que levariam a um aumento das exportações de bens finais e intermédios para outros países, implicando um desacoplamento (ou *decoupling*) entre as duas maiores economias do mundo.⁶

Neste contexto, é importante sublinhar que, nos últimos anos, se tem assistido a uma rápida transformação nos destinos das exportações chinesas. Enquanto 66% das exportações da China se destinavam a economias avançadas em 2015, este valor diminuiu 10 p. p. até 2023. Por conseguinte, em 2023, 44% das exportações da China chegarão às economias emergentes. Salienta-se o incremento do peso dos países emergentes asiáticos (mais 4 p. p. entre 2015 e 2023), sobretudo numa primeira fase de escalada das tensões comerciais, entre 2015 e 2019, e o aumento do peso das exportações para o México, Índia, Rússia e países exportadores de petróleo, a partir de 2019, num período em que às tensões comerciais existentes se juntaram as tensões geopolíticas. Sublinha igualmente a estabilidade dos fluxos comerciais entre a China e a UE, enquanto as quotas de exportação de bens para os EUA e o Japão estavam a diminuir rapidamente.

Riscos protecionistas num mundo fragmentado

Em ambiente de maior fragmentação do comércio entre a China e os EUA, e de aumento significativo do peso das economias emergentes como destino das exportações de bens da China – para países como o Vietname ou o México, que podem ser considerados conectores, mas também para grandes economias do Sul Global, que oferecem grandes mercados alternativos aos bens e serviços produzidos na China – é de esperar uma China mais preparada, com rotas comerciais alternativas mais bem estabelecidas e capaz de atenuar o impacto de um aumento dos direitos aduaneiros dos EUA. Simultaneamente, a margem para desvios adicionais dos fluxos comerciais poderá ser mais limitada, enquanto os chamados países conectores

poderão encontrar-se na mira de uma escalada do protecionismo, ambos potenciais vencedores mas também mais vulneráveis.

Embora o impacto direto de um aumento dos direitos aduaneiros dos EUA sobre a China possa ser limitado, talvez o maior risco resida nos efeitos indiretos de uma escalada do protecionismo. Se «direitos aduaneiros» parece ser a expressão favorita do novo presidente eleito dos EUA, uma antiga regra do comércio internacional afirma que não há direitos aduaneiros sem retaliação. As consequências finais para a destruição do valor acrescentado dependerão, em larga medida, dos canais diplomáticos que evitem tais cenários.

6. Para mais pormenores sobre a evolução recente dos fluxos comerciais entre a China, os EUA e a UE, ver Focus «Existe evidência «precoce» de *de-risking* (partes I e II), no IM01/2024. Adicionalmente, a imposição de um direito aduaneiro de 60% sobre as importações de bens provenientes da China levaria a uma desvalorização do yuan, que poderia absorver parcialmente o aumento do custo dos bens provocado pela taxa imposta pelos EUA. É também possível que sejam os próprios produtores norte-americanos a absorver parte do acréscimo nos custos de importação. Em contrapartida, o impacto líquido na taxa de câmbio efetiva é relevante, o que, no caso de uma maior competitividade das exportações chinesas em termos de preços, poderá mesmo reforçar os fluxos de exportação chineses para outros países.

Exposição da economia europeia a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA

Uma das principais propostas de Donald Trump na campanha que o levou à presidência dos Estados Unidos foi a imposição de um direito aduaneiro universal de 10% a 20% sobre as importações de mercadorias. Como é que isto pode afetar a Europa?

Nos últimos 15 anos, as exportações da UE para os EUA registaram um crescimento significativo, passando de 15% do total das exportações europeias para o resto do mundo em 2010 para mais de 20% em 2023 (ver primeiro gráfico).¹ Esta evolução, aliada a um maior dinamismo do comércio externo em relação ao conjunto da economia, fez com que o peso das exportações para os EUA atingisse valores próximos de 5% do PIB da UE, a partir de valores iniciais inferiores a 3%. As exportações de mercadorias, a área em que se centrarão as medidas protecionistas da nova administração americana, representam pouco mais de 60% das vendas para o mercado americano. Simultaneamente, as exportações de serviços têm vindo a ganhar peso progressivamente nos últimos 15 anos e a sua exposição aos EUA é mais elevada, com cerca de 22%, em comparação com pouco menos de 20% para os bens.

A Irlanda, o país mais dependente da UE; Alemanha e a Itália, entre as principais economias

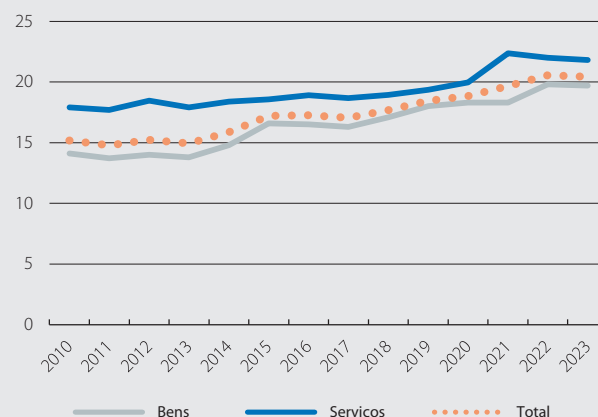
No seio da UE, o papel dos EUA no total das exportações é muito heterogéneo por país (incluindo, neste caso, também as exportações para outros Estados-Membros). A Irlanda é, de longe, o país com maior quota de exportação de bens, superior a 25%, enquanto a quota de mercado dos Estados Unidos é geralmente pequena para os países da Europa mais a Leste, cujas cadeias de valor estão mais integradas no mercado único. Entre as grandes economias, a Itália e a Alemanha apresentam valores de cerca de 10%, acima de 7% em França e menos de 5% em Espanha. Também se observam diferenças, embora menores, nas exportações de serviços, que, para além das receitas do turismo internacional, incluem sobretudo serviços às empresas que poderão potencialmente estar sujeitos a medidas protecionistas no futuro. Aqui, Chipre, a Alemanha e a Finlândia apresentam as percentagens mais elevadas, acima dos 15%, enquanto a Espanha apresenta novamente o valor mais baixo entre as principais economias, com 8%.

O papel dos EUA nas exportações totais e o grau de abertura comercial da economia determinam o que o mercado americano representa em termos de PIB em cada país

1. Neste texto, quando se refere à UE, são consideradas exclusivamente as exportações para o resto do mundo, enquanto que quando se refere aos países membros, o comércio intra-UE também é incluído.

Exportações da UE para os EUA

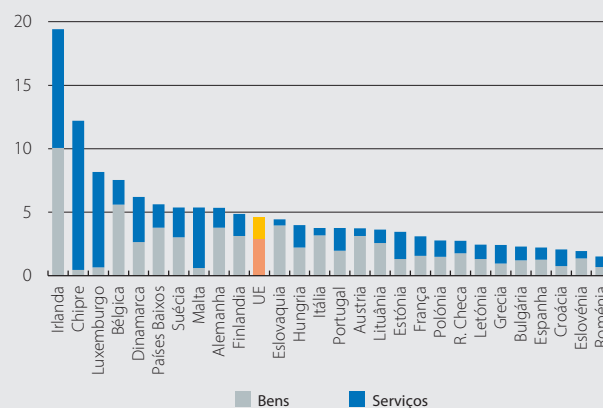
(% do total)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Exportações para os EUA por países da UE

(% del PIB, 2023)



Nota: Dados de 2022 relativos às exportações de serviços de Espanha e do Luxemburgo.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

(ver segundo gráfico). Deste modo, observamos que a Irlanda tem um grau de dependência muito elevado quando consideramos as suas exportações de bens e serviços em conjunto, perto de 20% do PIB. Seguem-se, também acima da média da UE, três pequenas economias com uma elevada dependência da prestação de serviços internacionais (Chipre, Luxemburgo e Malta), bem como a Bélgica, os Países Baixos e a Eslováquia nas exportações de bens. A Alemanha confirma a maior exposição aos EUA entre as principais economias, superior a 5% do PIB, seguida da Itália (perto de 4%), da França (3%) e da Espanha (pouco mais de 2%).

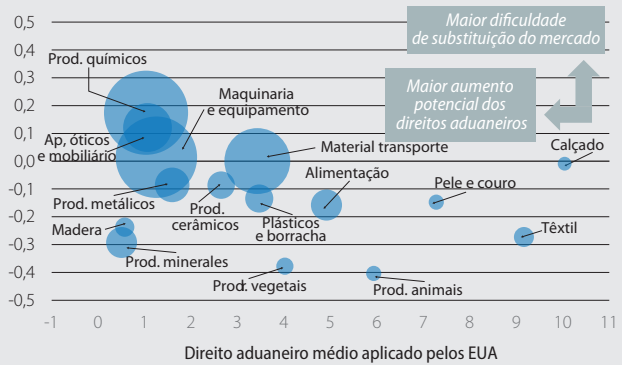
Indústria química, máquinas e equipamentos, mais afetadas pelos direitos aduaneiros

A imposição de um direito aduaneiro geral sobre as importações de bens provenientes dos EUA numa faixa entre 10% e 20%, representaria um aumento significativo face aos níveis atualmente baixos, que se situam, em média, nos 2%, considerando a estrutura das exportações da União Europeia para o mercado norte-americano.² Por produtos (conforme indicado no terceiro gráfico), a indústria química destacaria, *a priori*, um maior grau de vulnerabilidade, dado que combina um direito aduaneiro inicial em torno de 1% com um elevado grau de especialização, além de apresentar um peso relativamente superior nas vendas para os EUA em comparação com o conjunto das exportações para o resto do mundo (26% face a 19% em 2023, respetivamente).³ No entanto, o efeito final dependerá da elasticidade da procura dos importadores norte-americanos ao aumento dos direitos aduaneiros, bem como da capacidade das empresas exportadoras europeias de continuar a vender os seus produtos nos EUA através de investimento direto ou de substituir este destino por outros mercados internacionais. Situação análoga, embora com menor peso no agregado (cerca de 10%), é apresentada pelo grupo que inclui os aparelhos óticos e mobiliário. Outros dois grandes produtos, maquinaria e equipamento, e equipamento de transporte, que representam 40% do total das exportações para os EUA, também beneficiam de direitos aduaneiros baixos, embora possam ter menos dificuldade em encontrar mercados alternativos.

Por país, exceto em casos específicos e de forma moderada, a taxa inicial média é baixa para todos os Estados-Membros (ver o quarto gráfico), embora o grau de especialização seja heterogéneo.⁴ Por conseguinte, um bom número de países da Europa de Leste exportam para o mercado dos EUA produtos de natureza diferente dos vendidos noutros destinos fora da UE, o que indica, *a priori*, uma maior dificuldade em desviar as vendas para outros mercados internacionais, embora a relevância das exportações destes países para os EUA seja baixa, como já foi referido. Por outro lado, as grandes economias, lidera-

Exportações de bens da UE para os EUA por produtos (2023)

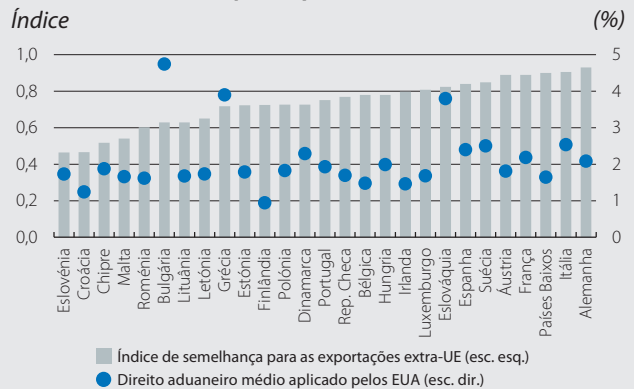
Índice de especialização no total das exportações



Notas: A área dos círculos é proporcional ao peso de cada grupo de produtos no total das exportações para os EUA. O índice de especialização é simétrico e assume valores entre -1 (ausência total de especialização) e 1 (especialização total).

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e da Organização Mundial do Comércio.

Exportações de bens para os EUA por países da UE: índice de similaridade e direito aduaneiro médio (2023)



Nota: O índice de similaridade da estrutura de exportação assume valores entre 0 (completamente diferente) e 1 (completamente igual).

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e da Organização Mundial do Comércio.

das pela Alemanha e pela Itália, encontram-se entre as que têm estruturas de exportação mais semelhantes, o que sugere que a dificuldade de substituição de exportações para a UE no seu conjunto se limitaria à indústria química e a alguns produtos específicos de maquinaria e equipamento.

As indústrias de serviços também serão indiretamente afetadas pelos direitos aduaneiros

A subida dos direitos aduaneiros sobre o comércio de mercadorias tem um impacto direto na competitividade das empresas exportadoras, mas os seus efeitos também se fazem sentir indiretamente na economia em geral. Assim, o setor primário, a indústria extrativa e as empresas industriais europeias que vendem os seus produtos nos EUA têm um efeito de arrastamento significativo no tecido produtivo nacional e de outros Estados-Membros através da compra de bens e serviços intermédios. Por exemplo, de acordo com os dados da OCDE,⁵ cerca de

2. Este cálculo combina os dados de dois dígitos da classificação HS dos direitos da nação mais favorecida dos EUA disponíveis na Organização Mundial do Comércio e os dados de exportação de mercadorias do Eurostat.

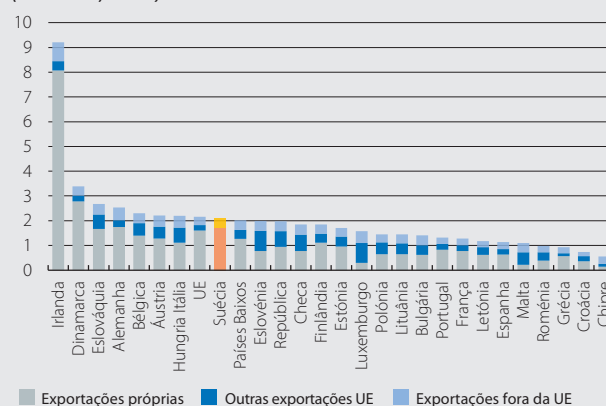
3. A especialização de um produto é medida através de um índice simétrico (entre -1 e 1), que utiliza como base o indicador clássico de vantagem comparativa revelada, equivalente à divisão da parte das exportações para um destino pela parte das exportações totais.

4. A especialização de um país é medida por um índice simétrico de semelhança (entre 0 e 1) da estrutura dos produtos entre as exportações para os EUA e o total das exportações para fora da UE. Este índice é o resultado da soma das diferenças em termos absolutos das quotas de exportação de cada produto.

5. Ver OCDE, *Trade in value-added*.

10-15% do valor acrescentado das exportações dos países europeus é gerado noutros Estados-Membros da UE, enquanto cerca de um terço do valor acrescentado das exportações de bens está ligado a ramos de serviços, principalmente comércio, transportes e atividades profissionais. Analogamente, os exportadores de bens para os EUA em países terceiros incorporam produtos intermédios da UE (bens e serviços), equivalentes a 20% do valor acrescentado na UE pelas exportações mundiais de bens para o mercado dos EUA (ver quinto gráfico). Todos estes elementos formam um quadro um pouco mais complexo de exposição a possíveis direitos aduaneiros da nova administração dos EUA do que o anteriormente demonstrado com os valores brutos das exportações e exigirão uma análise mais pormenorizada para avaliar os riscos para a economia europeia.

Valor acrescentado nas importações de bens dos EUA por país da UE e zona de exportação
(% do PIB, 2019)



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

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Atividade									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	5,0	2,9	3,4	3,5	3,9	3,8	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	99,2	109,6	111,7
Produção industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,7	–0,3	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	47,2	46,5	48,4
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.331	1.353	1.311	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	322	325	329	332	333	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,2	60,0	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,4	2,6	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	...

JAPÃO

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Atividade									
PIB real	1,2	1,7	0,9	–0,8	–1,1	0,3	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,9	36,2	36,4
Produção industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,8	–1,8	–0,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–1,9	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	–1,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	2,5	2,2	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,0	2,2	...

CHINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	3,2	4,8	...
Produção industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	5,4	5,3	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	49,8	50,1	50,3
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	865	841	864	895	895	935	...
Exportações	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	0,3	12,5	...
Importações	0,7	–5,5	0,9	1,6	2,5	2,4	0,2	–2,3	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,3	...
Taxa de juro de referência ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,1	3,1
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,4	-1,9	-0,7	-0,2	0,1	1,8	2,9	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	2,2	-2,1	-3,7	-4,8	-3,7	-1,7	-2,8	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-16,7	-15,4	-14,3	-13,2	-13,0	-12,5	-13,7
Sentimento económico	102,1	96,4	94,9	96,0	95,9	96,2	96,3	95,7	95,8
PMI indústrias	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	45,0	46,0	45,2
PMI serviços	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	51,4	51,6	49,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	2,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,1	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,1	6,0	5,8	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	3,6	0,5	0,1	0,5	0,6	0,9	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	1,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	2,7	1,1	1,2	1,4	0,9	1,2	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	4,9	0,8	0,3	0,3	0,7	0,4	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Inflação geral	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	1,7	2,0	2,3
Inflação núcleo	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7

Setor externo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Balança corrente	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	3,6	3,6	...	...
Alemanha	4,4	5,9	5,9	6,2	6,5	6,4	6,4	...	...
França	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	...	...
Itália	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	1,0	1,0	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,0	95,2	95,2	95,6	95,5	95,0	94,1

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

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