

# IIM03

INFORMAÇÃO MENSAL  
MARÇO 2025



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

### MERCADOS FINANCEIROS

*As políticas de Trump, o principal ponto de interrogação nos cenários económicos mundiais*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*Inflação na China: para onde é que a serpente vai rastejar?*

### ECONOMIA PORTUGUESA

*A evolução recente do PIB per capita português*

*Mais investimento estrangeiro e maior diversificação*

*Emprego (mais) blindado ao aparecimento de tempestades*

## DOSSIER: CAPACIDADE DE TRANSFORMAÇÃO DO NGEU E OUTROS PLANOS DE ESTÍMULO FISCAL

---

*Fundos NGEU: qual o estado de execução a nível europeu?*

*Fundos NGEU: o que podemos dizer sobre o seu impacto e os desafios futuros*

*NGEU Portugal: ponto de situação*

*Além do NGEU: investimentos na Europa para adaptação e sobrevivência aos novos tempos*

*EUA: um modelo de transformação económica muito diferente do europeu*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Março 2025

O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (DF-EEF) e o CaixaBank Research.

### BPI Research (DF-EEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)  
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### Enric Fernández

Economista Chefe

### José Ramón Díez

Diretor de Economias e  
Mercados Internacionais

### Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

### Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

### David Martínez Turégano

e Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

### Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

6 de março de 2025

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *As políticas de Trump, o principal ponto de interrogação nos cenários económicos mundiais*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Inflação na China: para onde é que a serpente vai rastejar?*

### 18 ECONOMIA PORTUGUESA

20 *A evolução recente do PIB per capita português*

22 *Mais investimento estrangeiro e maior diversificação*

25 *Emprego (mais) blindado ao aparecimento de tempestades*

### 28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *Novo cenário económico: otimismo prudente num contexto de incerteza*

32 *Excelentes dados do setor externo em 2024*

### 35 DOSSIER: CAPACIDADE DE TRANSFORMAÇÃO DO NGEU E OUTROS PLANOS DE ESTÍMULO FISCAL

35 *Fundos NGEU: qual o estado de execução a nível europeu?*

37 *Fundos NGEU: o que podemos dizer sobre o seu impacto e os desafios futuros*

39 *NGEU Portugal: ponto de situação*

41 *Além do NGEU: investimentos na Europa para adaptação e sobrevivência aos novos tempos*

43 *EUA: um modelo de transformação económica muito diferente do europeu*

## Portugal: cenário (ligeiramente) mais favorável

O ajustamento recente ao nosso cenário para a economia Portuguesa não foi muito expressivo embora tenham sido alterações, em regra, no sentido de uma ligeira melhoria das previsões. Sobretudo, mantivemos a perspetiva de que esperamos que a economia cresça acima da média da União Europeia nos próximos três anos, com inflação a aproximar-se da fasquia objetivo, enquanto o mercado de trabalho deverá permanecer robusto. Apesar de ligeira, atendendo aos múltiplos riscos externos, esta evolução vem consolidar a tendência virtuosa, assente em melhorias estruturais refletidas, por exemplo, nas métricas de produtividade, da riqueza gerada per capita ou nas classificações de *rating* das agências internacionais.

Em concreto, revimos em uma décima a previsão de crescimento da atividade em 2025, para 2,4%, e alisámos o cenário posterior, admitindo uma progressiva desaceleração até aos 2%. Ainda assim, esta revisão pode considerar-se conservadora na medida em que reconheceu o maior efeito de arrastamento positivo derivado da surpresa favorável do crescimento em 2024: se o crescimento se tivesse quedado pelos 1,7% (nossa estimativa inicial) teríamos um efeito *carry* de 0,6 p.p., que com os dados finais, passa a 1,3%. O novo cenário considera uma perspetiva cautelosa para 2025, com crescimentos trimestrais médios de meio ponto percentual, que compara com níveis ligeiramente superiores se olharmos para a média histórica (0,6% desde 2015).

No que diz respeito ao mercado de trabalho, fomos surpreendidos pelo ritmo de criação de emprego em 2024, acima do esperado, tendo a taxa de desemprego se situado uma décima abaixo do que antecipávamos, fixando-se em 6,4%. Para o horizonte de 3 anos que constitui o nosso cenário, esperamos que este patamar subsista dada a expectativa de aceleração do ritmo de crescimento económico e a escassez de mão de obra em alguns sectores, traduzida nos inquéritos setoriais (em particular, na construção). Em contrapartida, a população disponível para trabalhar também deverá continuar a aumentar sobretudo via entrada de imigrantes, ainda que se antecipe um menor fluxo que em anos recentes. Neste enquadramento, temos um mercado de trabalho que permanece dinâmico, com fluxos expressivos quer do lado da procura quer da oferta de trabalho, e com avanço das remunerações que continua a refletir ganhos reais (no final de 2024, o ritmo de crescimento dos salários era ainda de cerca de 6%, pelo que o ganho real seria superior a 3%). Um contexto que favorece a procura interna permitindo também balanços mais saudáveis. Detalhamos a análise do emprego num tema específico nesta publicação.

Como referimos no início, os ajustamentos que efetuámos, na medida em que apontam no sentido favorável em termos macroeconómicos, acabam por reforçar as tendências estruturais de fundo, que são positivas. Estas refletem-se, por exemplo, no comportamento da riqueza gerada por habitante (PIB per capita) ou por empregado, cuja evolução compara positivamente no contexto da União Europeia, embora esta melhoria seja mais evidente quando analisados os períodos mais recentes, em concreto desde o fim da crise de dívida soberana (para uma análise mais detalhada deste tema, refira-se tema de focus nesta publicação).

Mas refletem-se também no comportamento das métricas de endividamento e de competitividade. Efetivamente, como também recordamos nesta publicação, os níveis da balança corrente, dívida externa e posição de investimento internacional alcançaram valores bastante favoráveis e que refletem uma economia resiliente, globalmente mais robusta e mais saudável que no passado. Por exemplo, a dívida externa reduziu para mínimos desde 2005, representando 44,5% do PIB; a Posição de Investimento Internacional, que engloba instrumentos de capital, reduziu para -58,5% do PIB (superou os -100% entre 2008 e 2018); e a balança corrente encerrou 2024 com um saldo excedentário de 2,2% (0,6% em 2023). Esta boa dinâmica justifica também que Portugal continue a atrair elevados volumes de Investimento Direto estrangeiro (ver tema em destaque nesta publicação). Em termos de stock global de IDE, este representa cerca de 70% do PIB, semelhante aos valores médios da União Europeia, mas acima de economias comparáveis como é o caso da República Checa (63%), Hungria (55,1%) ou Polónia (42,8%).

Em suma, é um cenário que apoia as melhorias de classificação de risco do país, como o confirma o recente *upgrade* pela agência de *rating* Standard and Poor's, que elevou a classificação da dívida de longo prazo da República para «A», mantendo a perspetiva de evolução «positiva». Esta é a melhor classificação entre as 3 principais agências e a notação mais elevada desde 2010. Segundo a agência, a desalavancagem da economia refletida nos saldos externos, a política fiscal prudente e o declínio da dívida pública em termos relativos são os principais fatores subjacente a esta apreciação.

Paula Carvalho

## Cronologia

### FEVEREIRO 2025

- 1** Trump assina as primeiras ordens executivas com medidas protecionistas contra a China, Canadá e México.
- 10-11** Cimeira de Ação sobre Inteligência Artificial em Paris, com a participação de governos, organizações e empresas de mais de 100 países.

### DEZEMBRO 2024

- 12** O BCE baixa as taxas de juro em 25 p. b. e deixa a *depo* em 3,00%.
- 18** A Fed baixou as taxas de juro em 25 p. b. para o intervalo 4,25%-4,50%.

### OUTUBRO 2024

- 17** O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p. b. e baixou a taxa *depo* para 3,25%.

### JANEIRO 2025

- 10** O programa Copernicus da UE indica que 2024 foi o ano mais quente de que há registo e o primeiro a ultrapassar a marca de 1,5 °C acima da média pré-industrial.
- 30** O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p. b. e baixou a taxa *depo* para 2,75%.

### NOVEMBRO 2024

- 7** A Fed reduziu as taxas de juro em 25 p. b. para intervalo de 4,50%-4,75%.  
O Banco de Inglaterra reduziu as taxas de juro em 25 p. b. até 4,75%.

### SETEMBRO 2024

- 12** O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p. b. e fixou a taxa *depo* em 3,50% e a taxa *refi* em 3,65%.
- 18** A Fed reduziu as taxas de juro em 50 p. b. para o intervalo 4,75%-5,00%, depois de as ter aumentado em 500 p. b. desde março de 2022.

## Agenda

### MARÇO 2025

- 3** Zona Euro: estimativa do IPC (fevereiro).
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 6** Conselho do Banco Central Europeu.
- 14** Espanha: *rating* S & P.  
Portugal: *rating* da Fitch.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
- 18-19** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 20-21** Conselho Europeu.
- 21** Portugal: preços da habitação (4T).
- 25** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).
- 26** Espanha: detalhe do PIB (4T).  
Portugal: Contas nacionais por sector institucional (4T).
- 27** Portugal: rácio de crédito malparado (4T).
- 28** Espanha: estimativa do IPC (março).  
Espanha: *rating* Moody's.  
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 31** Portugal: estimativa do IPC (março).  
Portugal: produção industrial (fevereiro).  
Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).

### ABRIL 2025

- 1** Zona Euro: estimativa do IPC (março).
- 2** Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (março).  
Espanha: taxa de poupança das famílias (4T).
- 8** Portugal: volume de negócios na indústria (fevereiro).
- 10** Espanha: contas financeiras (4T).
- 11** Espanha: *rating* da Fitch.
- 17** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.  
China: PIB (1T).
- 24** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (1T).
- 29** Espanha: estimativa do PIB (1T).  
Espanha: estimativa do IPC (abril).  
Portugal: carteira de crédito bancário (março).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
- 30** Portugal: estimativa do PIB (1T).  
Portugal: estimativa do IPC (abril).  
Portugal: execução orçamental (março).  
Zona Euro: PIB (1T).  
EUA: PIB (1T).



## Os tempos estão a mudar

O potencial disruptivo das mudanças em curso na ordem geopolítica e comercial ultrapassa a capacidade de previsão dos modelos económicos e dificulta a tomada de decisões por parte dos agentes económicos. O mundo era mais simples para os economistas e para os mercados quando a inflação, os movimentos dos bancos centrais ou as variáveis orçamentais eram os catalisadores das decisões de investimento, consumo e poupança. Agora que a geopolítica e as políticas comerciais assumem um papel central, a dificuldade de interiorizar, quantificar e traduzir em cenários económicos e financeiros os desenvolvimentos diários em ambas as esferas aumenta exponencialmente. Só nas últimas semanas, assistimos, em direto e em tempo real, ao agravamento das relações entre os EUA e a Ucrânia (com o congelamento da ajuda militar e dos serviços secretos), à resposta da UE com um programa de despesas de defesa impensável há apenas alguns meses (800.000 milhões de euros), à reforma do travão da dívida na Alemanha, impulsionada pelo novo Governo de coligação (juntamente com um programa de despesas em infraestruturas no valor de 500.000 milhões de euros) e a uma escalada da guerra comercial, com as tarifas a avançarem a uma velocidade que torna difícil antecipar qual será o ponto final quando tudo terminar. Neste momento, o minuto e o resultado levar-nos-iam a uma tarifa média efetiva aplicada pelos EUA de quase 10%, triplicando os níveis pré-Trump para os mais elevados desde 1943. Assim, o velho adágio de que cada época faz as perguntas a que pode responder foi completamente ultrapassado após os primeiros 50 dias de uma Administração dos EUA que procura redefinir o papel da principal potência económica mundial, com uma estratégia que está claramente aberta a melhorias.

A conexão dos choques da oferta e da procura associados aos anúncios das últimas semanas alterará os equilíbrios do crescimento e da inflação, com a variável das expectativas a modular os efeitos que se irão manifestar através dos canais comerciais e financeiros. O maior risco é o agravamento das divergências regionais e sectoriais e o aumento da volatilidade dos mercados financeiros, que poderá desencadear episódios de instabilidade. Neste contexto, tanto os agentes económicos como os mercados estão a responder de forma ponderada aos choques, embora a curto prazo continuemos a assistir a algum ruído nos dados económicos, tanto na antecipação das decisões dos exportadores e importadores e dos seus efeitos nas existências como na reconsideração dos projetos de investimento (a incerteza é muitas vezes uma má companheira para o planeamento). A chave é que as tensões comerciais sejam

contidas e, acima de tudo, que o novo quadro comercial seja fixado rapidamente para reduzir o potencial perturbador da desconfiança.

De momento, apenas se começa a notar uma ligeira deterioração nos inquéritos nos EUA, devido a um declínio da confiança dos consumidores que já se refletiu numa queda das vendas a retalho em janeiro e num aumento das expectativas de inflação; para além de um aumento do défice comercial de quase 25% no primeiro mês do ano devido a um aumento das importações antes do estabelecimento de tarifas. Tudo isto antecipa um arrefecimento da atividade no 1T. Nada que não possa ser invertido nos próximos meses, mas um sinal dos riscos inerentes a uma mudança desordenada das regras do jogo, quer nas relações comerciais, quer no funcionamento da Administração Pública. Nos mercados financeiros, num clima de calma tensa, também não se registaram mudanças significativas de tendência desde o início do ano, para além de uma redução lógica do apetite pelo risco e do enfraquecimento do dólar. A confiança na capacidade dos bancos centrais para compensar possíveis distorções na inflação e no crescimento é uma garantia para os investidores, embora tenha havido alguns avisos à navegação nos mercados de obrigações de dívida pública, como a maior subida diária da *yield* das obrigações alemãs no último quarto de século (+30 p. b.) após o anúncio da reforma do travão da dívida e a publicação do plano para aumentar o investimento público.

Olhando para os próximos meses, a lista de questões pendentes com um elevado impacto potencial na economia é muito importante. Desde a capacidade da Europa para mobilizar os fundos anunciados na primeira semana de março e adaptar o Pacto de Estabilidade recentemente revisto à nova realidade geopolítica, à margem do Tesouro dos EUA para implementar uma política orçamental expansionista equilibrada, passando pela flexibilidade dos bancos centrais para manter as expectativas de inflação sob controlo ou à resiliência das cadeias de valor ao novo ambiente comercial. Acima de tudo, porém, o mais importante será gerir de forma justa as tréguas na guerra da Ucrânia e renegociar de forma equilibrada as relações comerciais e de defesa entre os EUA e a Europa. Um reflexo do facto de os tempos estarem a mudar e de ser tempo de nos adaptarmos o mais rapidamente possível.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,75
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,85
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	4,01	3,93
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,35	4,10
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,80	4,50
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,87	1,96
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,00	2,15
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,41	2,58
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,52	2,72
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	2,70	2,95
Prémio de risco	11	164	85	98	68	70	80
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	1,95	2,10
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,16	2,36
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,55	2,85
Prémio de risco	19	314	82	63	46	55	70
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,02	1,08
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	73,5	69,2
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	72,1	64,0

Previsões

Variação da média do ano sobre a média do ano anterior (%), salvo indicação expressa

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,3	3,3	2,5	3,3	3,2	3,1	3,1
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,6	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	2,1	1,9
Zona Euro	2,3	0,8	1,2	0,5	0,7	0,8	1,4
Alemanha	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,9
França	2,3	1,0	0,6	1,1	1,1	0,5	1,1
Itália	1,5	-0,3	1,5	0,8	0,5	0,5	1,3
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	2,4	2,1
Espanha	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,5	2,1
Japão	1,4	0,4	-0,2	1,9	0,1	1,0	1,0
Reino Unido	2,7	1,2	0,9	0,4	0,9	1,0	1,3
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,3	4,8	3,1	4,4	4,3	4,1	4,1
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
Índia	7,2	6,7	3,6	7,7	6,5	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	2,5	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,3	1,5	1,0	1,4
Rússia	-	1,4	0,7	3,7	3,7	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	5,1	3,3	2,1	2,9
Polónia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	-
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	5,5	6,7	5,8	4,6	3,9
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,6	2,3
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	3,1	2,7
Zona Euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,4	1,9
Alemanha	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,6	2,0
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	2,0	1,9
Itália	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,9	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,2	2,0
Espanha	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Japão	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	2,6	2,1
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,9	5,6	6,9	8,1	7,8	5,7	4,7
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,8	1,3
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polónia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	-

Previsões

Varição da média do ano sobre a média do ano anterior (%), salvo indicação expressa

### Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	0,5	1,2	1,9	3,2	2,3	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,3	2,0	0,6	1,1	0,9	0,8
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	2,9	2,0	1,7	5,5	5,2
Bens de equipamento	3,4	3,0	5,8	5,7	-	-	-
Construção	-1,3	-2,4	2,6	1,3	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	1,7	2,5	2,7	2,3
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	3,6	3,8	3,4	3,4	3,7
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	4,0	1,8	4,8	4,0	4,1
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	1,0	1,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,4	6,4
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,2	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,0	0,6	2,2	1,4	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,2	2,0	3,3	3,1	3,2
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,2	0,5	0,3	0,2

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	3,1	2,4
Consumo das Adm. Públicas	4,5	0,9	2,6	5,2	4,9	1,9	0,8
Formação bruta de capital fixo	5,7	-1,2	-1,0	2,1	2,3	3,1	3,0
Bens de equipamento	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,3	3,8	1,5
Construção	5,7	-2,6	-1,9	3,0	2,6	3,0	3,8
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,7	2,8	2,7	2,1
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	2,8	2,9	2,1	2,3
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	2,5	0,3	2,0	2,9	2,5
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,0	1,8
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,7	10,2
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Custos de trabalho unitários	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	3,3	2,7
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,0	2,9	3,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,1	0,2	1,3	3,6	4,1	3,9	4,0
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

Nota: 1. Não inclui perdas por ajudas a instituições financeiras.

Previsões



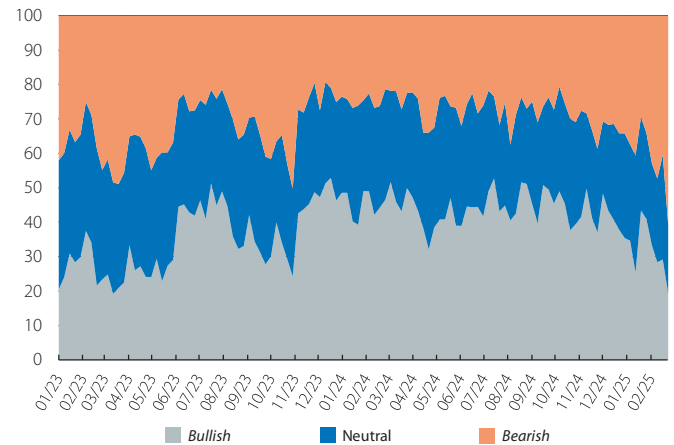
## Alta volatilidade num novo ambiente geopolítico

**Mudança no sentimento dos investidores.** Os mercados financeiros mudaram de foco no início de 2025, o que se verificou no final de fevereiro. Os investidores desviaram a sua atenção dos bancos centrais, o principal *driver* dos mercados em 2024, para um ambiente de risco geopolítico acrescido, com o «efeito Trump» como principal catalisador. As incertezas decorrentes da sua política comercial e dos cortes nas despesas do governo federal, que afetaram a confiança das empresas e dos consumidores (ver Economia Internacional), começaram a reforçar a narrativa de que o crescimento económico dos EUA será moderado nos próximos trimestres e conduziram a uma rotação *risk-off* nos ativos de risco dos Estados Unidos, à medida que a apetência pelo risco diminuía. Os mercados da Zona Euro navegam na incerteza do comércio, no meio dos desenvolvimentos da guerra na Ucrânia, incluindo uma mudança de posição dos EUA, uma possível negociação para pôr fim ao conflito e a intensificação da pressão sobre a Zona Euro para aumentar as despesas com a defesa, enquanto a Alemanha realizou eleições e entrou numa nova fase de negociações para formar um governo. O cenário geopolítico assume assim um papel central nos mercados financeiros e a incerteza acrescida conduziu a uma maior volatilidade.

**Os bancos centrais avançam a ritmos diferentes.** O mês de fevereiro foi um mês de pouca atividade dos bancos centrais. A principal reunião foi a do Banco de Inglaterra, que cortou a taxa de juro de referência para 4,50%, a terceira redução de 25 p. b. desde agosto; o Comité de Política Monetária sublinhou a abordagem gradual das futuras reduções das taxas. Esta mesma prudência está a orientar a estratégia da Fed, como demonstram as atas da sua última reunião, em janeiro, em que os membros do FOMC salientaram a elevada incerteza e o risco de uma inflação mais persistente. Fatores como possíveis alterações nas políticas comerciais e de migração foram identificados como riscos fundamentais. Não obstante, nas últimas sessões do mês, os mercados começaram a descontar a probabilidade da Fed continuar com uma maior flexibilização do que o previsto anteriormente, caso a atividade enfraquecesse, como sugerido pelos recentes indicadores de confiança. Por parte do BCE, mantém-se a expectativa de que a taxa *depo* atingirá 2% no verão, mantendo-se assim em torno dos níveis neutros estimados ao longo do segundo semestre do ano.

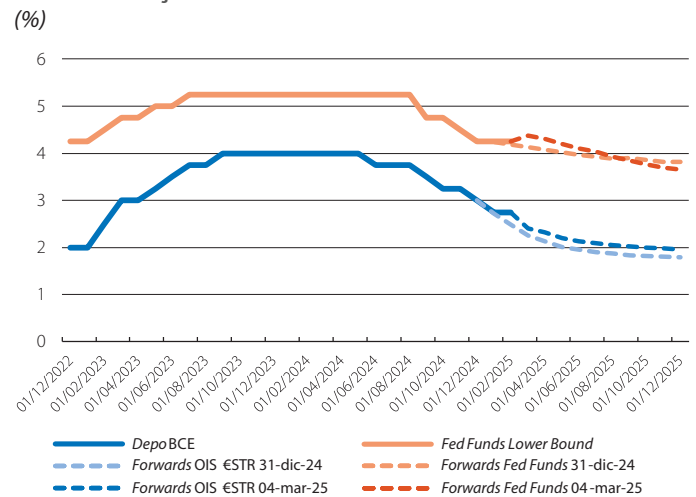
**As taxas de juro soberanas refletem as incertezas económicas e políticas.** Por um lado, na Zona Euro, as expectativas de um BCE mais complacente e o adiamento das tarifas da UE por parte de Trump pressionaram as yields em baixa, mas, por outro lado, a crescente pressão para aumentar as despesas com a defesa funcionou como uma força ascendente. Deste modo, as yields da Zona Euro oscilaram durante o mês, terminando fevereiro com ligeiras descidas. Nos Estados Unidos, o sentimento de aversão ao risco direcionou os fluxos para os *treasuries* como um ativo de refúgio, pressionando as rendibilidades em baixa, as quais regis-

### EUA : sentimento do mercado (% de investidores)



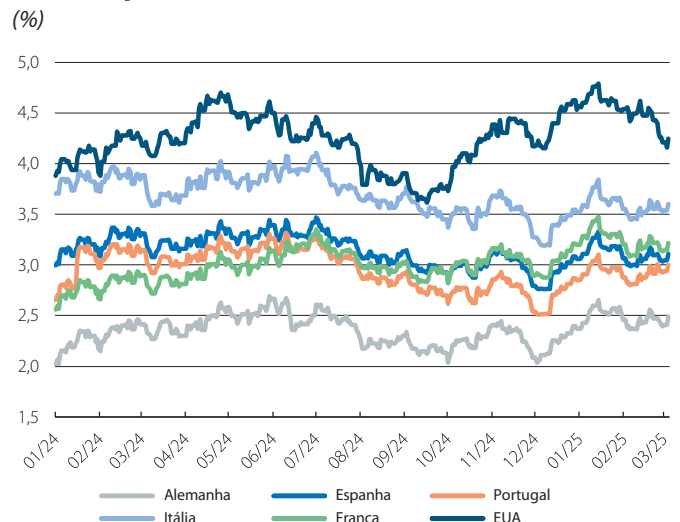
**Nota:** Percentagem de investidores que respondem ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bullish), neutro ou pessimista (bearish).  
**Fonte:** BPI Research, com base nos dados da American Association of Individual Investors

### Expetativas do mercado relativamente às taxas de intervenção (%)



**Fonte:** BPI Research, com base em dados do BCE, da Fed e da Bloomberg.

### Taxas de juro soberanas a 10 anos (%)



**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

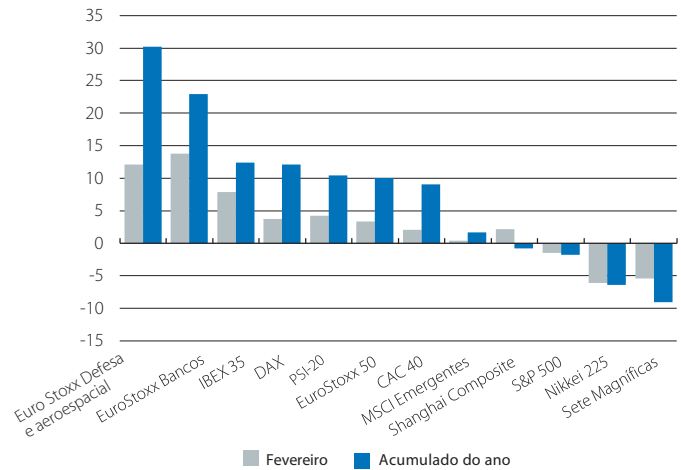
taram quedas de cerca de 30 p. b. nos prazos mais longos da curva, impulsionadas principalmente pela queda das taxas reais (a taxa de juro nominal de um título soberano pode ser decomposta como a soma da taxa de juro real mais a inflação esperada, *break-even inflation*). Este facto sugere que os mercados estão a começar a considerar um ambiente de menor crescimento e maior inflação, no qual as futuras políticas orçamentais e o seu efeito sobre os défices e a dívida continuam por esclarecer.

**A bolsa europeia surge como líder.** Em sintonia com o tom *risk-off* do mês, as bolsas norte-americanas fecharam fevereiro com perdas e, no momento desta publicação, teriam eliminado completamente os ganhos do rally pós-eleitoral. Setorialmente, a tecnologia e o consumo discricionário (ambos de natureza cíclica) foram os setores com pior desempenho. Os principais índices da Zona Euro, pelo contrário, tiveram um desempenho muito superior, com ganhos de mais de 10% ao longo do ano para os principais índices de ações da região. O maior impulsor da recuperação foi o setor da defesa (+30%), dado o novo contexto geopolítico, mas também os bancos (+26%) foram um catalisador após uma boa época de ganhos. Além disso, o desempenho superior dos mercados acionistas europeus em relação aos EUA ocorre num contexto de elevadas avaliações relativas nos EUA, o que torna os seus mercados mais vulneráveis a surpresas macroeconómicas negativas. Já na Zona Euro, onde as valorizações estavam deprimidas em relação aos EUA, a margem para uma recuperação é maior.

**O euro fortalece-se.** O euro fechou o mês com ganhos face ao dólar, sendo transacionado perto de 1,06 dólares, contra 1,03 dólares no início de fevereiro. O adiamento das tarifas da UE, um possível acordo na Ucrânia e uma deterioração das perspectivas macroeconómicas dos EUA foram fatores de apreciação da moeda. O iene também se valorizou face ao dólar, devido ao aumento das expetativas de que o Banco do Japão continue a aumentar as taxas de juro (a inflação voltou a subir em janeiro). Inversamente, tanto o peso mexicano como o dólar canadiano depreciaram-se no final do mês, na sequência da confirmação pelo Presidente Trump da reintrodução de tarifas de 25% sobre as importações de ambos os países.

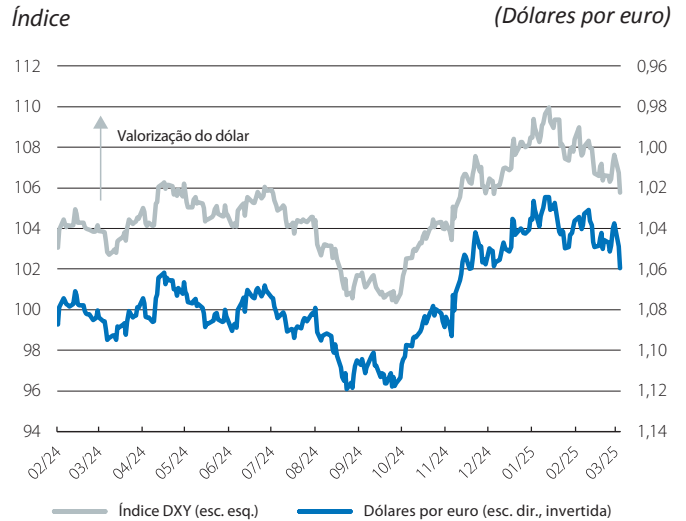
**O mês do ouro.** A incerteza tarifária também se repercutiu nos mercados de matérias-primas, provocando um aumento generalizado dos preços e incentivando as compras antecipadas, o que exerceu uma maior pressão no sentido da subida dos preços. O preço do ouro, um ativo de refúgio por excelência, recuperou fortemente e acumulou ganhos de quase 10% no ano, somando-se aos ganhos de 2024, refletindo a incerteza económica e geopolítica. Em contrapartida, a energia seguiu na direção oposta. Os preços do gás natural caíram acentuadamente devido às expetativas de uma resolução do conflito na Ucrânia e os preços do petróleo bruto devido à incerteza quanto ao abrandamento da procura nos EUA. Além disso, a OPEP e os seus aliados confirmaram a sua intenção de começar a inverter os cortes na produção de petróleo a partir de abril, após mais de dois anos de redução da oferta, exercendo uma pressão descendente sobre os preços.

**Desempenho de índices bolsistas**  
(%)



Nota: Acumulado do ano até 04/03/2025.  
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

**Desempenho do dólar**



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

**Matérias-primas: preços**

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2023	2024
<b>Commodities</b>	Índice	103,6	1,3	4,9	-12,6	0,1
<b>Energia</b>	Índice	31,3	4,8	6,3	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	73,1	-4,8	-2,1	-10,3	-3,1
Gás natural (Europa)	€/MWh	45,2	-15,1	-7,6	-57,6	51,1
<b>Metais preciosos</b>	Índice	286,2	0,3	7,5	4,1	19,0
Ouro	\$/onça	2.857,8	2,1	8,9	13,1	27,2
<b>Metais industriais</b>	Índice	145,8	2,9	3,9	-13,7	-1,6
Alumínio	\$/Tm	2.632,5	1,2	3,2	0,3	7,0
Cobre	\$/Tm	9.389,5	3,2	7,1	2,2	2,4
<b>Agricultura</b>	Índice	58,9	-1,1	3,3	-9,3	-8,7
Trigo	\$/bushel	546,8	-2,3	-0,9	-20,7	-12,2

Nota: Preços em 28/02/2025.  
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

## As políticas de Trump, o principal ponto de interrogação nos cenários económicos mundiais

Em economia, a elaboração de cenários está longe de ser uma ciência exata e as previsões estão sempre sujeitas a uma certa margem de erro. Contudo, o contexto atual é particularmente difícil, dado que o segundo mandato de Trump parece mais imprevisível, gerando mais incerteza económica e volatilidade financeira. Efetivamente, em menos de um mês, Trump assinou mais de 60 ordens executivas, três vezes mais do que nos primeiros 100 dias do seu primeiro mandato e quase o dobro de Biden no mesmo período, medidas que se centraram, sobretudo, no controlo da imigração e no aumento das tarifas.

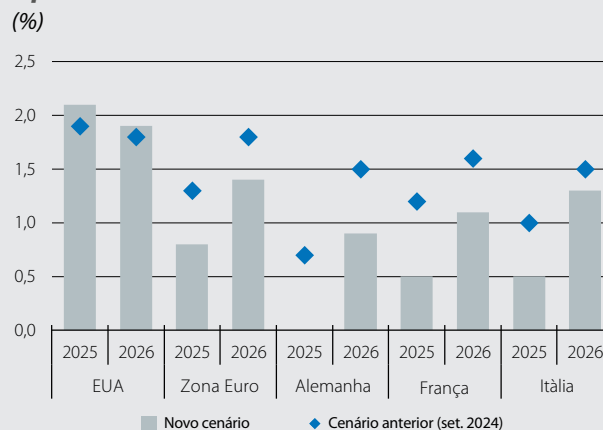
A utilização das tarifas por Trump como instrumento de negociação segue um padrão semelhante ao do seu primeiro mandato: anuncia medidas enérgicas, assina a ordem executiva e depois adia a sua aplicação para dar início a negociações que, nalguns casos, podem conduzir a uma redução ou eliminação da tarifa inicial. Portanto, no final deste relatório, temos em cima da mesa 20 p. p. adicionais sobre os produtos originários da China (esta respondeu com uma tarifa de 10%-15% sobre os produtos energéticos, automóveis e vários produtos agrícolas); um aumento de 25 p. p. nas tarifas sobre as importações provenientes do México e do Canadá e um aumento de 10 p. p. nos direitos sobre a energia canadiana; 25% sobre o aço e o alumínio, e tarifas recíprocas em estudo sobre a UE e outras economias (mencionou 25% sobre a UE «de forma generalizada»); e anuncia tarifas sobre todas as importações agrícolas a partir de 2 de abril. Declarou igualmente que a isenção aduaneira para todas as remessas provenientes da China de valor inferior a 800 dólares permanecerá em vigor até que sejam desenvolvidos sistemas adequados para processar e cobrar as receitas aduaneiras.

Encaminhamo-nos, portanto, para um contexto de tarifas mais elevadas e em que é provável que se verifique uma certa reconfiguração das cadeias de valor globais para tentar compensar, na medida do possível, a perda de atratividade do mercado dos EUA. Em consequência, avançamos para um mundo mais fragmentado, com menor crescimento económico e com o risco de uma inflação mais elevada. Ao elaborarmos os novos cenários, partimos do princípio de uma situação de guerra comercial contida, em que não há progressão e em que as novas regras do jogo já estão definidas em meados do ano.

### A Zona Euro está numa posição de partida fraca para enfrentar um ano de desafios

2024 fechou com a atividade na Zona Euro praticamente estagnada (0,1% em cadeia no 4T 2024), com as quedas do PIB na Alemanha e em França a destacarem-se negativamente. Os primeiros indicadores para 2025 apontam para

### Estimativas de crescimento do PIB para os EUA e para a Zona Euro



Fonte: BPI Research.

uma certa estabilização da atividade, mas não se pode esperar uma retoma significativa a curto prazo (ver Economia Internacional no presente relatório). Consequentemente, a Zona Euro encontra-se numa posição de partida bastante frágil para ultrapassar os grandes desafios que enfrenta, que não estão apenas relacionados com o impacto de um aumento das tarifas nos EUA. Importa igualmente ter em conta os fatores internos que podem pesar sobre a atividade das principais economias da região no primeiro semestre do ano. Por um lado, a instabilidade política persiste em França e não é de excluir a possibilidade de novas eleições legislativas este verão. Na Alemanha, por outro lado, nas eleições de 23 de fevereiro, a CDU/CSU ganhou com 28,5% dos votos e poderá formar um governo de coligação com o SPD (16,4%). Porém, o resultado positivo da AfD (21%) e da esquerda radical Die Linke (9%) dá-lhes lugares suficientes para bloquear as alterações ao «travão da dívida», que requer a aprovação de dois terços da Câmara. Isto tudo, sem deixar de avançar na consolidação orçamental, sem deixar de progredir nos objetivos da chamada Bússola para a Competitividade, apresentada em fevereiro pela Comissão Europeia com base nas recomendações do relatório Draghi, e sem deixar de enfrentar a necessidade de aumentar substancialmente as despesas com a defesa, agora que parece claro que a Europa não pode depender apenas da NATO para garantir a sua segurança. Assim, estima-se que o crescimento em 2025 seja de 0,8% e em 2026 seja de 1,4%, 0,5 p. p. e 0,4 p. p., respetivamente, inferior às projeções anteriores. Resta-nos aguardar para ver se há uma resposta do lado orçamental que possa estimular a atividade nos próximos trimestres.

As repercussões sobre a inflação são menos claras. A imposição de tarifas recíprocas aos EUA representa um risco de subida dos preços, que pode ser compensado pela

fraca procura interna, pela capacidade limitada de repercutir as tarifas mais elevadas nos preços finais e pela possível reorientação dos fluxos comerciais da China para a Zona Euro. Consequentemente, mantemos o cenário de inflação globalmente inalterado, o que também condiciona os ajustamentos modestos nas nossas expetativas para as taxas de juro do BCE. Assim, após o corte de 25 p. b. já aprovado em janeiro, esperamos que a taxa *depo* se situe no limite inferior (1,75%) do intervalo considerado neutro, antes de regressar a 2% em 2026.

**A agenda política de Trump poderá afetar negativamente o crescimento e aumentar a inflação nos EUA**

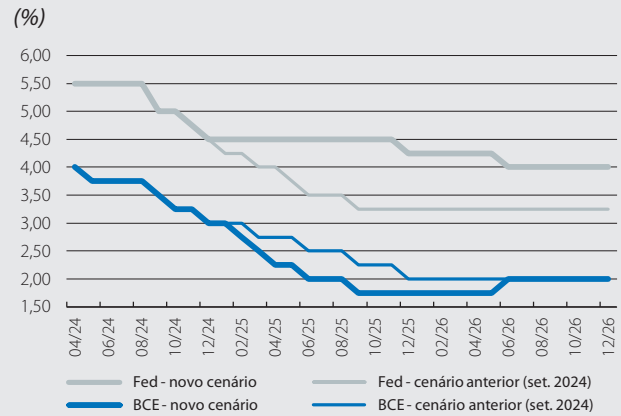
A economia dos EUA tem registado um desempenho surpreendentemente forte nos últimos dois anos, mas esta situação poderá mudar nos próximos anos. A agenda da administração Trump, concebida para *Make America Great Again*, pode ter o efeito oposto ao pretendido. A intenção de reduzir significativamente a dimensão do setor público pode provocar um certo choque em termos de procura, através da perda de postos de trabalho, da redução das despesas públicas e do aumento da incerteza associada aos cortes nos programas sociais, o que, somado ao choque a nível da oferta que pode ser gerado por medidas restritivas em matéria de imigração e por aumentos das tarifas, terá um impacto negativo no crescimento e aumentará o risco de uma inflação mais elevada. A inércia positiva da economia manter-se-á, no entanto, durante o primeiro semestre do ano e só no segundo semestre de 2025 e no início de 2026 é que o impacto das medidas no crescimento se fará sentir mais fortemente. É por isso que prevemos um crescimento do PIB de 2,1% em 2025 e de 1,9% em 2026, ligeiramente acima das previsões anteriores. Contudo, esta boa perspetiva esconde o facto de que, na ausência das medidas de Trump, o crescimento médio em ambos os anos poderia ter sido quase 0,5 p. p. superior. Relativamente à inflação global, estimamos que atinja 3,1% este ano e 2,7% em 2026, o que seria quase 0,2 p. p. e 0,4 p. p. mais elevado, respetivamente, do que sem a agenda de Trump.

Esta inflação mais elevada, num contexto de relativo dinamismo da economia, explica o ajustamento substancial que estamos a fazer nas expetativas da Fed em relação às taxas de juro, com uma trajetória de cortes muito menos agressiva e mais progressiva do que a esperada até agora. Prevemos, portanto, um único corte de 25 p. b. no final do ano, o que levará a banda superior da taxa dos *fed funds* para 4,25%, onde permanecerá até meados de 2026, altura em que poderá cair mais 25 p. b. para 4,0%, onde permanecerá até ao final do ano.

**A China, um dos principais alvos da política tarifária de Trump**

A economia chinesa conseguiu atingir por pouco o objetivo de crescimento de 5,0% em 2024, mas as expetativas

**Expetativas para as taxas de juro da Fed e do BCE**



Nota: Fed fund upper bound para a Fed e taxa *depo* para o BCE.  
Fonte: BPI Research.

para este ano são um pouco mais pessimistas. Entre os objetivos da nova administração Trump está a redução do défice comercial com a China e, para isso, já iniciou um ciclo de subidas de tarifas sobre as suas importações, como prometido durante a campanha eleitoral. Como resposta ao novo protecionismo dos EUA, a China já aplicou tarifas a certos produtos, sendo os setores automóvel e energético os mais afetados, bem como restrições às exportações de minerais críticos. Além disso, as autoridades chinesas lançaram uma investigação antimonopólio contra a Google e acrescentaram empresas norte-americanas à sua lista de entidades não fiáveis, o que sugere que estão a preparar-se para retaliar ainda mais se as próximas negociações tarifárias bilaterais falharem. Face à fraca procura externa, as autoridades chinesas já mostraram o seu empenho em continuar a apoiar o crescimento este ano. Deste modo, existe ainda muita incerteza quanto à magnitude do estímulo fiscal e teremos de esperar a conclusão do «Duas Sessões» no início de março para conhecer mais pormenores, mas tudo aponta para que dependa da evolução das negociações com os EUA.

Afigura-se claro que o impacto da guerra comercial em curso conduzirá a um abrandamento da economia e antecipamos um crescimento de 4,2% em 2025 e de 3,9% em 2026, o que implica um crescimento quase 0,5 p. p. inferior, em média, ao que teria sido na ausência deste ressurgimento do protecionismo mundial.

**Taxas de juro (%)**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	2,90	2,90	0	-25,0	-160,0
Euribor 3 meses	2,46	2,59	-13	-25,0	-143,1
Euribor 12 meses	2,39	2,52	-13	-6,6	-126,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,02	2,14	-12	-22,7	-130,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,03	2,12	-9	-5,7	-60,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,41	2,46	-5	3,9	9,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,05	3,07	-2	-1,5	-19,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,94	2,88	6	9,2	-18,8
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,32	4,30	1	1,2	-99,7
Dívida pública a 1 ano	4,08	4,15	-7	-6,1	-72,5
Dívida pública a 2 anos	3,99	4,20	-21	-25,3	-44,0
Dívida pública a 10 anos	4,21	4,54	-33	-36,1	8,7

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	54	53	1	-3,8	-6,0
Itraxx Financeiro Sénior	57	60	-2	-6,4	-14,0
Itraxx Financeiro Subordinado	100	105	-6	-12,5	-32,2

**Taxas de câmbio**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,038	1,036	0,1	0,2	-3,7
EUR/JPY (ienes por euro)	156,270	160,780	-2,8	-4,0	-2,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,825	0,836	-1,3	-0,3	-3,3
USD/JPY (ienes por dólar)	150,630	155,190	-2,9	-4,2	1,7

**Matérias-primas**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	539,2	542,0	-0,5	0,5	4,3
Brent (\$/barril)	73,2	76,8	-4,7	-2,0	-7,6
Ouro (\$/onça)	2.857,8	2.798,4	2,1	8,9	40,4

**Mercado acionista**

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.954,5	6.040,5	-1,4	1,2	19,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.463,5	5.286,9	3,3	11,6	16,8
Ibex 35 (Espanha)	13.347,3	12.368,9	7,9	15,1	35,0
PSI 20 (Portugal)	6.800,1	6.524,3	4,2	6,6	10,0
Nikkei 225 (Japão)	37.155,5	39.572,5	-6,1	-6,9	2,9
MSCI emergentes	1.097,3	1.093,4	0,4	2,0	9,4



## Uma conjuntura geopolítica

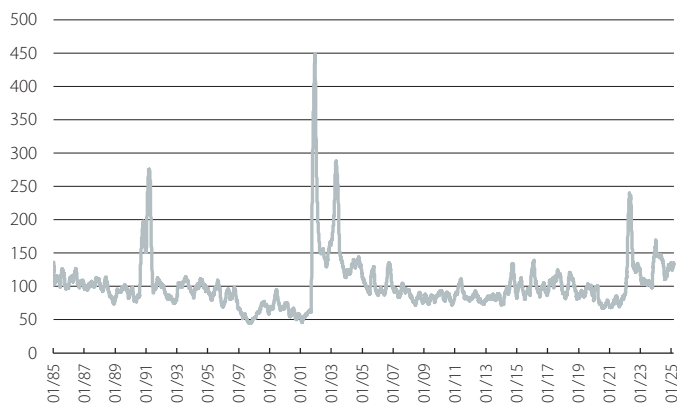
**Uma nova ordem geopolítica...** As últimas semanas foram inevitavelmente marcadas pela geopolítica. O Presidente Trump, nas suas primeiras seis semanas na Casa Branca, conseguiu perturbar repetidamente a ordem mundial. Podemos, portanto, esperar quatro anos de uma administração americana mais unilateralista, transaccional e conflituosa. No plano geopolítico, o mantra da «paz através da força» parece estar a ser aplicado à letra. Dias depois de uma proposta controversa sobre o conflito israelo - palestino, a administração Trump deixou os seus aliados europeus na expectativa de mostrar uma frente unida, no seguimento do lançamento unilateral de negociações sobre o futuro da Ucrânia com a Rússia, sem a presença do próprio Presidente Zelensky. A decisão foi tomada na sequência de um voto histórico nas Nações Unidas contra a condenação das ações de Moscovo e o apoio à integridade territorial da Ucrânia, com os EUA a votarem ao lado da Rússia, do Irão e da Coreia do Norte. O clímax desta sequência vertiginosa de acontecimentos foi a visita do Presidente Zelensky à Casa Branca, que terminou num conflito diplomático e no anúncio da suspensão da ajuda militar dos EUA. As reuniões de emergência entre os líderes europeus realçam o momento delicado que o continente atravessa. Em parte, a resposta europeia traduzir-se-á num aumento das despesas com a defesa, embora subsistam dúvidas quanto ao seu formato e financiamento, bem como quanto à posição da UE no novo equilíbrio geopolítico.

**...e uma nova desordem comercial.** No que se refere à política comercial, foram aprovados aumentos das tarifas sobre as importações para os EUA provenientes da China (+10 p. p. no início de fevereiro, +10 p. p. no início de março), do Canadá e do México (25%, exceto para as importações de bens energéticos do Canadá, 10%), e sobre o alumínio e o aço a nível mundial (até 25%), enquanto as tarifas sobre a UE ainda não foram finalizadas. Contudo, o Presidente Trump assinalou a iminência de um aumento das tarifas e ordenou a preparação de medidas recíprocas, que incluiriam diferenciais tarifários e, potencialmente, barreiras não tarifárias. A incerteza quanto à política comercial, entre anúncios oficiais e tweets de fim de noite, vai certamente ensombrar as perspetivas económicas a curto e médio prazo, com elevado risco de escalada protecionista a nível mundial.

**Um início de ano turbulento, já com efeitos visíveis na confiança.** No mês de janeiro, o PMI composto para a atividade global situou-se em 51,8 pontos, 8 décimas abaixo do seu nível de fecho em 2024, com declínios generalizados no lado dos serviços, apenas parcialmente compensados por uma ligeira melhoria na atividade da indústria transformadora. Esta tendência manteve-se em fevereiro nos EUA e na Zona Euro, com a aceleração das encomendas em algumas indústrias, possivelmente em antecipação de uma escalada tarifária. Em particular, é de salientar o acentuado abrandamento do PMI dos serviços dos EUA, que passou de 56,8 em dezembro para 49,7 em fevereiro, o nível mais baixo em dois anos. A deterioração da confiança das empresas é atribuída à queda da atividade e das novas encomendas, afetada pela incerteza, pelos cortes nas despesas federais e por perspetivas de inflação mais elevada. Esta deterioração dos níveis de confiança é também observada nos inquéritos à confiança dos consumidores nos EUA. Acresce que a queda do índice ISM da indústria transformadora (de 50,9

### Global: risco geopolítico

Índice (100 = média 1985-2019)

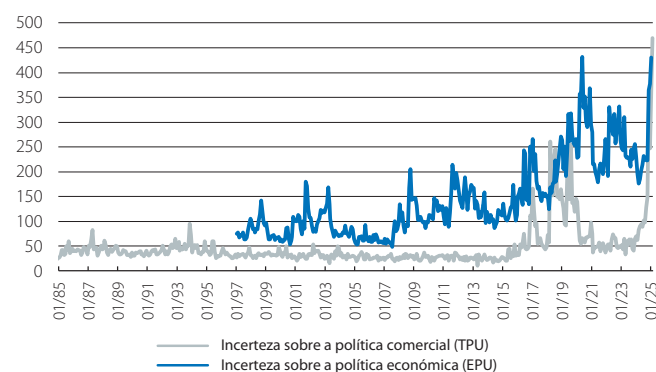


**Notas:** O índice é construído a partir de artigos de jornais, através da pesquisa de palavras-chave relacionadas com riscos geopolíticos nos arquivos eletrónicos de 10 jornais publicados em inglês. Um valor mais elevado para o índice indica um risco acrescido. É apresentada a média de 90 dias.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados de Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk».

### Global: incerteza económica

Índice

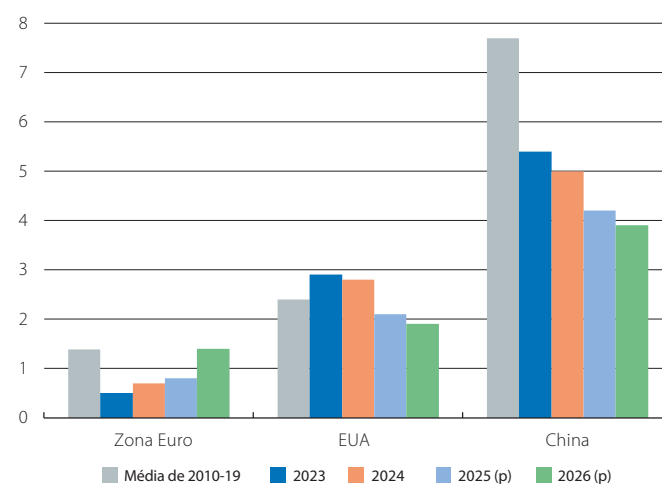


**Notas:** Os índices são construídos a partir de artigos de jornal através da pesquisa de palavras-chave relacionadas com a incerteza sobre a política comercial (TPU) e a incerteza quanto à política económica (EPU). Um valor mais elevado para cada índice indica um aumento da incerteza. O EPU utiliza uma média (ponderada pelo PIB de cada país) dos índices nacionais de uma amostra de 21 países e tem como base 100 a média de 1997-2015. O TPU é normalizado para 100, para uma proporção de 1% de artigos em 7 jornais (maioritariamente dos EUA) que discutem a incerteza de políticas comerciais.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Baker, S. et al. (EPU) y Caldara, D. et al. (GPR) (descarregado a partir de <https://www.policyuncertainty.com/> em 25/02/2025).

### Global: PIB

Varição homóloga (%)



**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e previsões próprias.

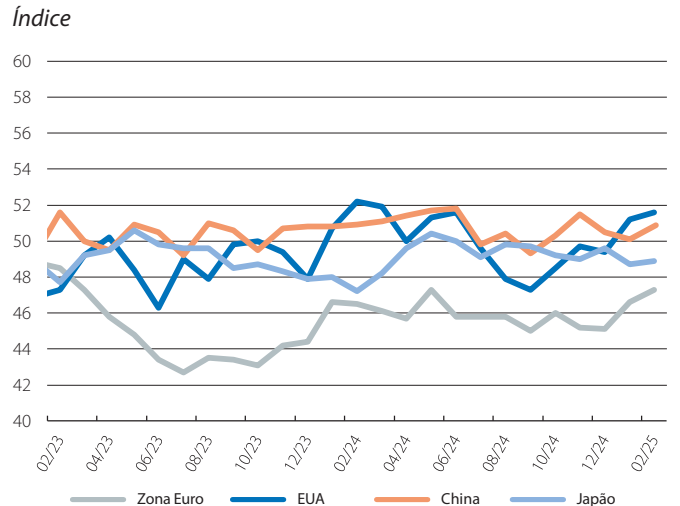
para 50,3 pontos), com oscilações acentuadas nas componentes novas encomendas (em baixa) e preços (em alta), indica que a recuperação dos últimos meses pode estar em risco de ser invertida, com a eclosão de uma guerra comercial.

**Zona Euro, entre a ressaca das eleições alemãs e os dados mistos do 1T.** Após a vitória da CDU/CSU de Friedrich Merz, espera-se o início das negociações para uma Grande Coligação entre a CDU e o SPD, com grandes desafios pela frente. Uma delas é a reforma do «travão da dívida», sem a qual o aumento do investimento em infraestruturas e as despesas com a defesa serão limitados. Simultaneamente, o índice de sentimento económico Ifo manteve-se inalterado em fevereiro, em cerca de 85 pontos, muito abaixo do limiar de 100 que aponta para um crescimento quase histórico. Na Zona Euro, o índice de sentimento económico subiu para 96,3 (vs. 95,3 anteriormente), graças às melhorias registadas na Alemanha e em França. Por outro lado, a taxa de desemprego manteve-se em 6,2% em janeiro, apesar de alguns indicadores, como a componente de emprego do PMI, apontarem para uma tendência de abrandamento do mercado de trabalho.

**Aceleração do crescimento na Ásia até ao final de 2024 e início de 2025.** O PIB do Japão cresceu 0,7% em cadeia no 4T 2024 (vs. 0,4% no 3T), com o setor externo como principal motor de crescimento. No conjunto do ano, a economia japonesa cresceu apenas 0,1% (vs. 1,5% em 2023), mas os últimos dados sobre o PIB e a inflação poderão reforçar a confiança do Banco do Japão para aumentar as taxas de juro nos próximos meses, sobretudo se forem acompanhados de aumentos salariais durante a negociação anual da primavera entre as grandes empresas japonesas e os sindicatos. Relativamente à Índia, a economia cresceu 6,5% em 2024 (vs. 7,7% em 2023) e a repartição por componentes mostra que o consumo privado continuou a ser o pilar da economia no 4T. Em contrapartida, a aceleração da despesa pública deverá manter-se ao longo deste ano, com a intensificação do apoio da política orçamental e uma maior ênfase da política monetária no apoio ao crescimento. Na China, os PMI apontam para uma aceleração da economia em fevereiro em relação ao mês anterior. Embora o apoio da política orçamental e a recuperação do setor imobiliário possam apoiar a economia asiática, a escalada das tarifas continua a ser um grande risco de queda.

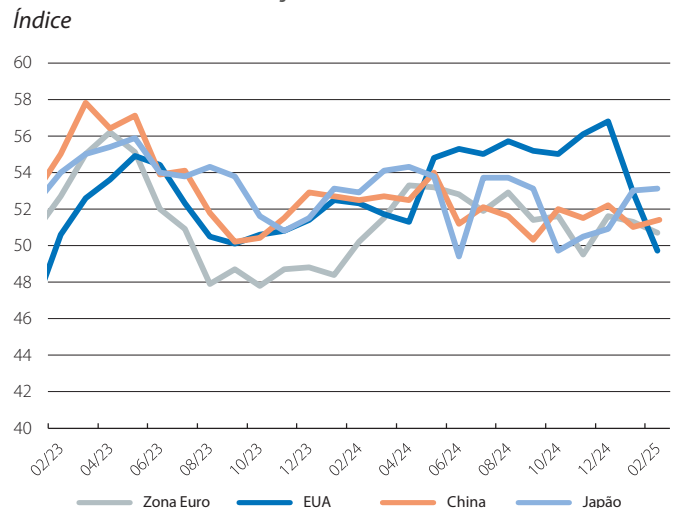
**Novas projeções para 2025-2026: entre a inércia, as tarifas e mais inflação.** No contexto de uma elevada incerteza económica e geopolítica, revimos as previsões de crescimento global (para mais informações, ver o Focus «As políticas de Trump, o principal ponto de interrogação nos cenários económicos globais»). Quanto à Zona Euro, revimos em baixa as previsões para 2025 (0,8 vs. 1,3% anteriormente) e 2026 (1,4 vs. 1,8% anteriormente). Nos EUA e na China as revisões em alta explicam-se principalmente por dados do PIB mais fortes do que o previsto no segundo semestre de 2024, tendo sido incorporado o impacto negativo de aumentos relativamente contidos das tarifas. De um modo geral, esperamos um ambiente mais inflacionista, principalmente nas economias avançadas. Assim sendo, revimos em alta as nossas previsões de inflação para os EUA para 3,1% em 2025 (+ 1 p. p.) e 2,7% em 2026 (+ 0,7 p. p.). Os últimos dados da Zona Euro reforçam a dinâmica desinflationista observada nos últimos meses, com a inflação dos serviços a cair em particular (para 3,7%, o nível mais baixo dos últimos 10 meses).

**Global: PMI da indústria transformadora**



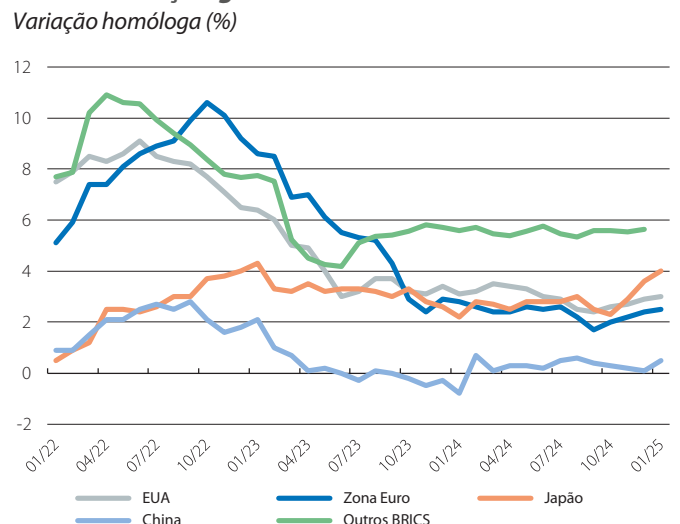
Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global e do Gabinete Nacional de Estatísticas da China, via Bloomberg.

**Global: PMI dos serviços**



Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global e do Gabinete Nacional de Estatísticas da China, via Bloomberg.

**Global: inflação global**



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

## Inflação na China: para onde é que a serpente vai rastejar?

Embora a maioria das economias avançadas e emergentes tenha enfrentado um período de inflação elevada nos últimos dois anos, a inflação na China manteve-se próxima de zero. A inflação subjacente, que exclui componentes mais voláteis como a alimentação e a energia, tem-se situado perto de 0,5%, não muito longe da média registada desde 2005 (perto de 1%), mas com uma dinâmica de descida persistente desde 2018. Que motivos estão por trás do recente ciclo de baixa inflação e que fatores de risco poderão transformá-lo numa crise deflacionista?

### Uma relação entre a oferta e a procura

Durante os últimos dois anos, 50% das componentes do cabaz de consumo mantiveram uma inflação média negativa (23% abaixo de -2%) e apenas 10% registaram uma inflação superior a 2% (ver o primeiro gráfico).<sup>1</sup> As quedas persistentes dos preços dos produtos alimentares, dos bens duradouros, dos automóveis e das rendas são alguns dos sinais mais visíveis da recente moderação da inflação no gigante asiático.<sup>2</sup> No caso dos alimentos, apesar das quedas de preços de vários produtos (como a carne, o óleo e os ovos) e do seu elevado peso no cabaz de consumo, é provável que estas quedas se revertam, dada a elevada volatilidade destas componentes. Por outro lado, a queda dos preços das rendas é mais um sintoma da crise do setor imobiliário que assola o país desde 2021. Como será difícil absorver o excesso de capacidade neste setor, continuará a exercer uma pressão descendente sobre a inflação nos próximos anos, quer diretamente (através da queda das rendas e dos preços da habitação), quer indiretamente (através de uma menor procura de bens duradouros relacionados com a habitação e de efeitos sobre a confiança ou a riqueza).

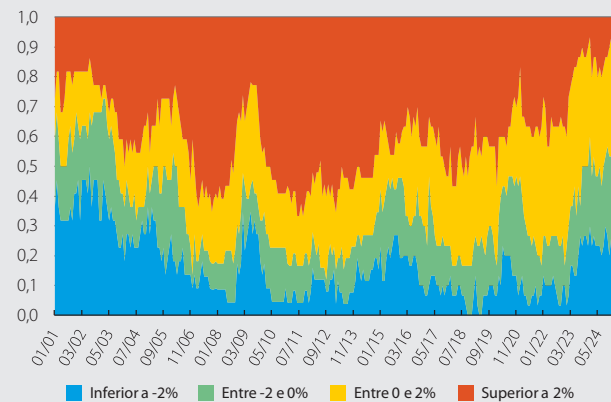
Destaca-se também o setor automóvel (ver segundo gráfico), que acumulou um período de dois anos com deflação próxima dos 5% (face a uma média histórica de -2%), num contexto de melhorias de produtividade no setor, de forte concorrência e em que a procura de automóveis abrandou, um caso ilustrativo dos fatores estruturais subjacentes ao atual ciclo de baixa inflação.<sup>3</sup> Em suma, há elementos que sugerem que as pressões descendentes sobre a inflação dos últimos anos não são tão específicas dos setores, e que a economia chinesa enfrenta um excesso crónico de oferta (ou falta de procura).

1. No anterior episódio de deflação, em 2009, a inflação subjacente situou-se em -1%. Na altura, mais de 30% do cabaz de consumo manteve a inflação acima de 2% (principalmente bens e serviços essenciais, como a alimentação e a habitação), enquanto a inflação dos serviços se situou em -1% durante o período (face a cerca de 1% desde 2023).

2. Observaram-se também, por exemplo, quedas de preços significativas nos equipamentos de comunicações, embora estas tenham sido menores do que historicamente (-2% nos últimos dois anos em comparação com quase -10% desde 2001).

### China: semáforo da inflação

(% das componentes do cabaz do IPC)

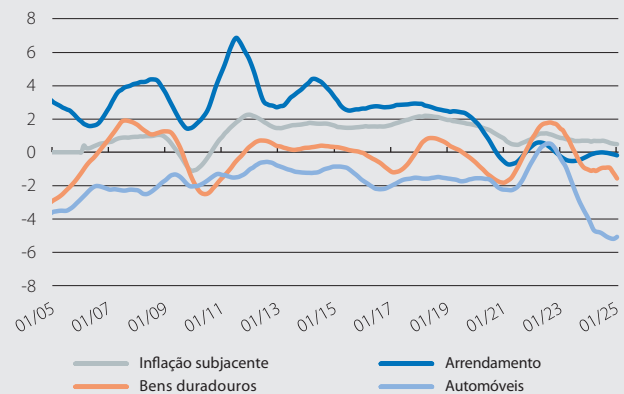


**Nota:** Para as 30 principais componentes do cabaz de consumo, a percentagem de componentes com inflação homogênea nos intervalos indicados é ilustrada para cada mês.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do Gabinete Nacional de Estatística da China, via Bloomberg.

### China: componentes da inflação subjacente

Variação homogênea, média de 12 meses (%)



**Fonte:** BPI Research, com base em dados do Gabinete Nacional de Estatística da China, via Bloomberg.

A fim de analisar de forma mais sistemática o fenómeno do excesso de capacidade na indústria, contrastamos a evolução do investimento com a dos preços na produção. Enquanto existe uma correlação negativa entre as duas variáveis, ou seja, quanto maior o investimento acumulado nos últimos anos, maior a queda da inflação dos preços no produtor, a situação é diferente por setores. Alguns setores, como os automóveis, a maquinaria e os têxteis, apresentam fluxos de investimento moderados e quedas de preços moderadas, enquanto os setores dos equipamentos elétricos e da eletrónica apresentam alguns dos fluxos de investimento mais elevados, mas quedas mode-

3. Em particular, as vendas de automóveis de passageiros de base aumentaram cerca de 2% em 2023 e 2024, em comparação com um crescimento médio histórico de cerca de 4% por ano, enquanto as vendas de SUV aumentaram cerca de 15%, em comparação com uma média histórica de mais de 30%. No cômputo geral, estas duas categorias representam mais de 80% da procura total de automóveis.

radas dos preços na produção. Isto sugere que se trata de um fenómeno multidimensional. Relativamente aos setores tecnologicamente mais avançados, a retoma do investimento pode ser simplesmente explicada por necessidades de investimento mais elevadas e por uma procura mais exigente e dinâmica.<sup>4</sup> Em contrapartida, em setores como os metais e os produtos químicos, que associam elevados investimentos cumulativos a quedas significativas dos preços, o caso parece ser diferente.

A combinação de investimentos elevados e de quedas significativas dos preços é agravada, em alguns destes setores, por uma queda sustentada da rentabilidade (ver terceiro gráfico). É o caso das indústrias química, do papel ou têxtil e automóvel, e os casos mais extremos encontram-se nos setores de minerais e processamento de metais ferrosos. No primeiro caso, registou-se um crescimento acumulado do investimento de 30%, com uma queda dos preços de 9% e dos lucros de mais de 50%. Já no segundo, o investimento quase duplicou, com os preços a caírem mais de 10% e os lucros perto de 90%. Pelo contrário, é de salientar que setores como os produtos elétricos, a eletrónica e a maquinaria registaram aumentos de rentabilidade no mesmo período.

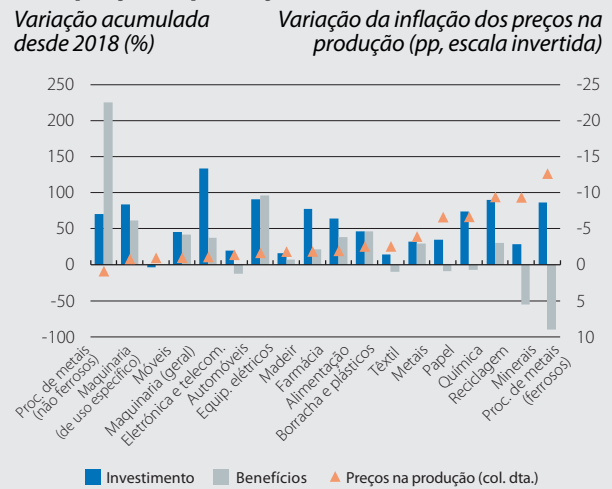
**Inflação ou deflação na China: é diferente desta vez?**

O presente ciclo deflacionário na China tem, pois, algumas nuances relevantes. Os problemas de excesso de capacidade industrial, embora pareçam concentrar-se em alguns setores da economia, como a indústria química e metalúrgica, têm ramificações importantes noutros setores de atividade. Por outro lado, em setores como os têxteis ou os bens de consumo duradouros (como o setor automóvel), o episódio de queda dos preços pode ser explicado mais pela estagnação da procura interna.

Também os problemas crónicos de excesso de capacidade nas indústrias no início da cadeia de valor, apesar de localizados, continuarão a exercer pressão sobre os preços «a jusante», ou seja, nos setores que utilizam estes produtos como fatores de produção. Analogamente, a crise do setor imobiliário continuará a exercer uma pressão negativa sobre os preços e a procura dos consumidores chineses.<sup>5</sup> A este respeito, é provável que a inflação na China se mantenha próxima de zero nos próximos anos.

Mas estaremos apenas perante mais um ciclo deflacionista ou a economia chinesa poderá entrar numa fase de «niponização»? Este processo remete para uma fase pro-

**China: a evolução dos investimentos, da rentabilidade e dos preços na produção industrial**



**Nota:** Para calcular o diferencial de crescimento dos preços na produção, a inflação média dos preços na produção entre janeiro de 2023 e 2025 é comparada com a inflação média durante o período 2015-2019.  
**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

longada de baixo crescimento económico e baixa inflação, que no caso do Japão, desde o final dos anos 80, teve origem no rebentar de uma bolha imobiliária e em taxas de fertilidade muito baixas, dois fatores comuns à situação atual da economia chinesa. A evolução da procura interna será o fator determinante desta equação. O desequilíbrio entre a oferta e a procura na China foi absorvido pelo resto do mundo desde a abertura do gigante asiático nos anos 90, uma «compensação» que se intensificou nos últimos anos, com a China a ganhar quota de mercado global, ancorada numa competitividade de preços muito elevada. À medida que as tensões comerciais se intensificam novamente, o principal trabalho desta vez será do outro lado da muralha. Poderá o modelo económico chinês adaptar-se?

4. Aliás, alguns destes setores estão incluídos no plano *Made in China 2025*, que visa desenvolver certas indústrias consideradas estratégicas. Ainda assim, este esforço concertado de investimento em setores como a eletrónica ou os eletrodomésticos foi acompanhado, nos últimos anos, por ganhos significativos nas quotas de mercado globais (por exemplo, componentes relacionadas com a energia verde).

5. Para mais pormenores, ver Focus «E quanto aos consumidores chineses?» no IM07/2024.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,9	2,8	2,9	3,0	2,7	2,5	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	2,8	3,4	3,5	3,9	3,9	3,9	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	109,5	105,3	98,3
Produção industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,3	0,3	2,0	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	49,2	50,9	50,3
Habitacões iniciadas (milhares)	1.421	1.367	1.407	1.340	1.332	1.388	1.515	1.366	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	325	329	332	336	338	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,0	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	60,0	60,1	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,1	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	2,9	3,0	...
Taxa de inflação núcleo	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,2	3,3	...

## JAPÃO

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Atividade</b>									
PIB real	1,5	0,1	–0,8	–0,8	0,6	1,2	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	36,2	35,2	35,0
Produção industrial	–1,4	–2,7	–4,3	–2,9	–1,8	–1,8	–3,2	2,6	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	11,0	13,0	13,0	14,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,0	–1,0	–1,2	–1,0	–1,0	–0,9	–0,9	–1,0	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	3,7	4,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,4	2,6	...

## CHINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Atividade</b>									
PIB real	5,4	5,0	5,3	4,7	4,6	5,4	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	4,7	2,6	2,7	3,8	3,7	...	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	6,2	...	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	50,1	49,1	50,2
<b>Setor externo</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	865	995	841	864	897	995	995	...	...
Exportações	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	10,5	...	...
Importações	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,3	–1,8	1,0	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,1	0,5	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,5	3,1	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Mil 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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	-1,9	1,0	0,0	0,2	2,0	1,8	1,9	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	-1,7	-2,9	-4,7	-3,8	-1,5	-1,6	-2,0	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,1	-15,5	-14,3	-13,1	-13,6	-14,5	-14,2	-13,6
Sentimento económico	96,4	95,9	96,1	96,0	96,3	95,1	93,8	95,3	96,3
PMI indústrias	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	45,1	46,6	47,6
PMI serviços	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	51,6	51,3	50,6
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,7	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	7,7	6,6	7,1	6,7	6,3	6,2	6,4	6,3	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	0,5	0,7	0,4	0,5	0,9	0,9	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	1,1	1,1	1,4	1,0	1,2	0,6	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	0,8	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6	-	-	-

## Preços

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Inflação global	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4
Inflação núcleo	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6

## Setor externo

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Balança corrente</b>	2,1	3,5	2,6	3,2	3,3	3,5	3,5	...	...
Alemanha	5,8	5,8	6,1	6,3	6,2	5,8	5,8	...	...
França	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4	...	...
Itália	0,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,4	1,4	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	93,5	93,4	93,0

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	2,7	0,8	0,3	0,4	1,0	1,4	1,7	2,0	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	1,7	0,5	0,2	0,3	0,5	0,9	1,1	1,3	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,2	4,1	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	4,4	4,6	4,8	4,8	4,7	4,3	4,2	4,1	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,2	1,9	2,9	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	18,3	14,3	10,5	5,9	4,4	3,3	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,0	20,6	19,8	22,1	17,6	15,8	14,7	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,5	2,3	...

**Notas:** 1. Ponderado pelo fluxo de comércio internacional. 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 variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável 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.

## Sinais de desaceleração depois de um robusto final de ano

**Confirmado crescimento de 1,9% em 2024, impulsionado pela procura interna.** Esta contribuiu com 2,5 pontos percentuais para o crescimento anual, com o consumo privado a registar um comportamento muito robusto: +3,2% no ano. Por sua vez a procura externa retirou 0,6 p. p. ao crescimento, resultado de um crescimento mais forte das importações. Ainda assim, foi positiva a aceleração das exportações de bens face ao ano anterior, num ano em que alguns dos principais parceiros comerciais de Portugal tiveram desempenhos anémicos, sinalizando maior capacidade de penetração do setor empresarial português nos mercados externos.

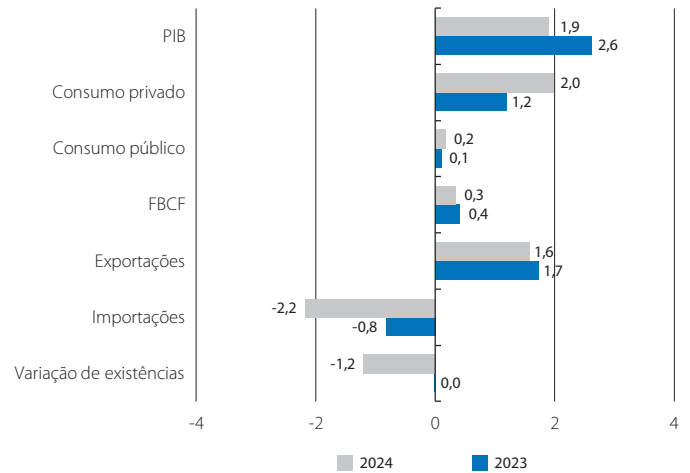
**2025 começa com um impulso significativo vindo de 2024,** com um efeito de arrastamento (ou seja, na hipótese de crescimentos nulos em todos os trimestres) de 1,3%. Isto é um suporte importante para o crescimento económico em 2025, tendo em conta a possibilidade de que o enquadramento internacional, que se apresenta algo incerto, possa vir a ter um impacto desfavorável na atividade. A isto junta-se um início de ano com indicadores a revelarem comportamentos mistos, sugerindo crescimento menos forte no 1T. Destes chama-se a atenção para o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia que caiu para 103,9 pontos em fevereiro (compara com níveis em torno dos 107 pontos nos meses anteriores); e desaceleração do indicador diário de atividade. Pela positiva, referimos que os levantamentos e pagamentos com cartões de débito/crédito em janeiro continuam a sugerir que o consumo permanecerá robusto, sobretudo nos bens de consumo não duradouros, em linha com a robustez do mercado de trabalho. Tendo em conta todos estes factos, adotamos um crescimento médio trimestral ao longo de 2025 mais conservador, mas que juntamente com o forte efeito de arrastamento se refletiu numa ligeira revisão em alta da previsão de crescimento para este ano: 2,4% versus 2,3% esperados anteriormente.

**Inflação desce para 2,4% em fevereiro.** Depois de 2,5% em janeiro, o IPC Global abrandou, tendência que foi seguida pela inflação subjacente que desceu para 2,4% (2,7% em janeiro). A dinâmica mensal foi de desinflação, ao contrário do que aconteceu em fevereiro nos últimos três anos. Em fevereiro efetuámos também a revisão em alta da previsão para a inflação média em 2025, para 2,2% no IPC Global (2,1% antes) e também em alta para 2,2% no IPC Subjacente (1,8% antes). Esta ligeira revisão em alta justificou-se pelo dado que observámos em janeiro, mas também pela perspectiva de uma procura resiliente: um crescimento da atividade em Portugal em 2025 acima da zona euro e a continuação do crescimento dos salários reais (no final de 2024 os salários nominais subiam ainda na ordem dos 6%), deverão manter o dinamismo no consumo e a pressão sobre os preços. Por um lado, temos os preços na produção industrial a apoiar a desinflação (-0,3% homólogo em janeiro). Por outro, a inflação dos serviços manteve-se nos 4,5% em janeiro pelo segundo mês consecutivo, pesando na componente subjacente do índice. O mapa de riscos é misto e algo incerto – a hipótese de um acordo relativamente ao conflito na Ucrânia poderá favorecer a evolução dos preços da energia, mas a política tarifária de Trump pode também ter efeitos inflacionistas, sobretudo se houver resposta musculada por parte da UE.

**Emprego em máximos históricos e acima das expetativas.** O emprego continuou a evoluir de forma bastante positiva em 2024 (1,2%), colocando o total de pessoas empregadas em Portugal no

### PIB e contributo das componentes

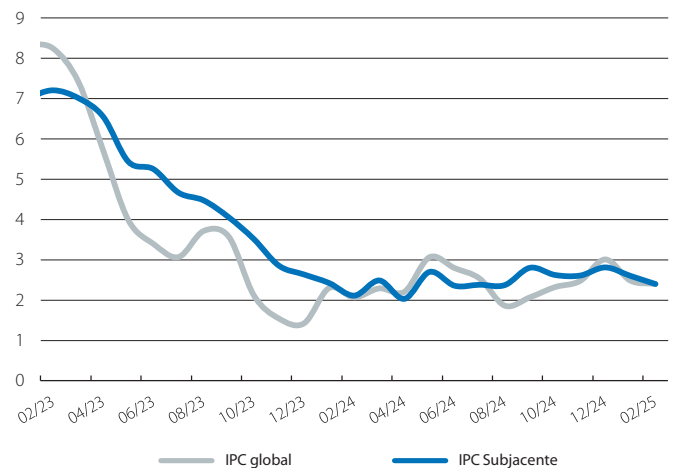
(Variação anual e contributo em p. p.)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

### IPC

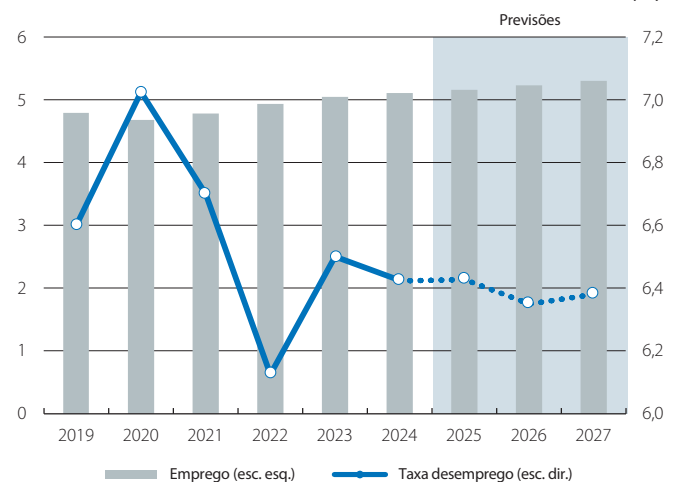
Var. homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

### Mercado de trabalho: histórico e previsões para 2025-2027

(Milhões de indivíduos)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

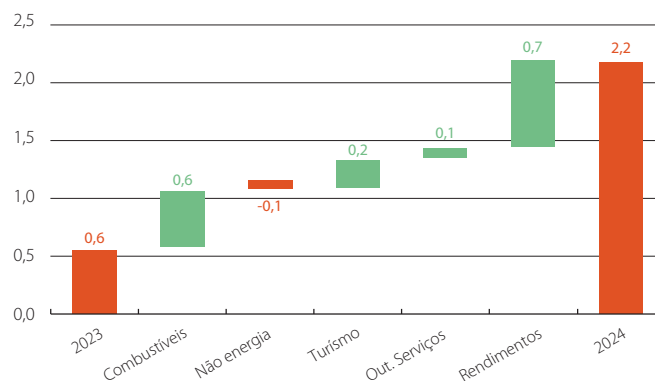
ano passado (5.112.300 pessoas) em níveis máximos da série iniciada em 2011 e superando a nossa expectativa de um crescimento em torno dos 1% (para mais informações, ver o focus «Emprego (mais) blindado ao aparecimento de tempestades», neste IM). Por sua vez, a taxa de desemprego diminuiu 0,1 p. p. no conjunto do ano, para 6,4%, o que também representa o melhor registo desta série histórica, excluindo o período da pandemia. A média anual acabou por ficar ligeiramente abaixo da previsão do BPI Research (6,5%), mas a expectativa para os próximos anos mantém-se inalterada; ou seja, o emprego deverá aumentar em torno dos 1,2%, em média, nos próximos 3 anos e a taxa de desemprego deverá permanecer em torno dos 6,4%. De facto, os pressupostos não alteraram: o dinamismo da atividade económica continuará a suportar fluxos migratórios positivos (ainda que decrescentes), com a capacidade do setor empresarial para absorver o aumento da população ativa a moderar e a fomentar um ligeiro aumento do desemprego, contido pela escassez de mão-de-obra reportada por alguns sectores (como o caso da construção) e pela pressão decorrente, por exemplo, dos investimentos do PRR.

**Balança corrente reforçou o excedente em 2024.** Com efeito, o saldo da balança corrente registou um excedente de 6.143,4 milhões de euros, equivalente a 2,2% do PIB, o que compara com um excedente de 0,6% do PIB em 2023. A redução do défice energético e a melhoria da balança de serviços, tanto turismo como outros, são os principais responsáveis por esta melhoria. O défice da balança de rendimentos encolheu em 2024, para 1,8% do PIB (2,6% em 2023), refletindo menor défice dos rendimentos de investimento e a maior atribuição de fundos europeus aos beneficiários finais sob a forma de subsídios. As perspetivas para 2025 continuam positivas, antecipando-se que o excedente termine o ano num nível próximo do registado em 2024.

**A melhoria do saldo externo reflete-se na redução da dívida externa,** que em 2024 representou 44,5% do PIB, o nível mais baixo desde o início de 2005. A Posição de investimento internacional líquida, registou comportamento idêntico, representando no final de 2024 -58,5% do PIB, destacando-se o comportamento dos investimentos de carteira, cujo saldo melhorou para 23% do PIB, mais 7,5 pontos percentuais do que em 2023. De salientar também o maior ímpeto de investimento das empresas portuguesas em outras geografias, que resultou no aumento de 6% do investimento direto de Portugal no exterior; por sua vez o investimento direto do exterior em Portugal também aumentou, mas a um ritmo mais moderado: 4%. Para maior detalhe do IDE pode ser consultado o focus «Mais investimento estrangeiro e maior diversificação» nesta publicação.

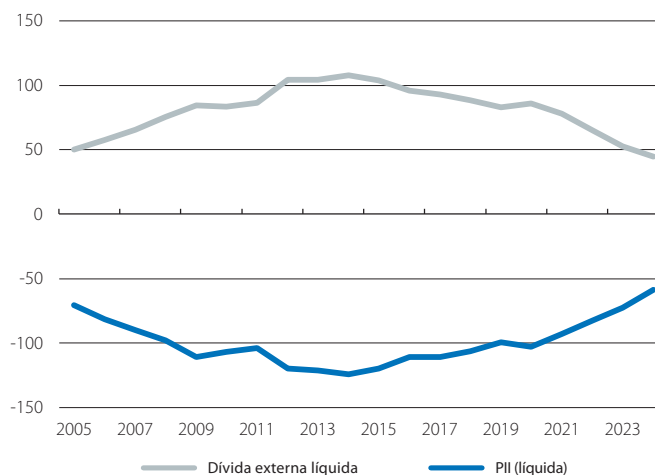
**Rácio de dívida pública a caminho dos 90% do PIB.** O montante de dívida pública na ótica de Maastricht aumentou em dezembro, para 270.650 milhões de euros, um aumento de 1.550 milhões de euros face ao mês anterior e que é explicado pelo recebimento de uma tranche do PRR (parte foi desembolsada em empréstimos) e pelas subscrições de Certificados de Aforro. Em comparação com o final de 2023, o aumento é mais expressivo e ultrapassa os 8.800 milhões de euros, explicado pelo aumento de títulos de dívida pública (especialmente de curto prazo) e pelo incremento dos empréstimos. Isto significa que, em percentagem do PIB, o rácio de dívida pública terá atingido os 95,3%, o que, a confirmar-se (dependente do valor final do PIB nominal), revela uma redução de 2,6 p. p. face a 2023 e representa o rácio mais baixo desde 2009 (quando atingiu os 87,6%). Para 2025, o rácio deverá aproximar-se dos 90% do PIB, resultado do dinamismo da atividade económica e, em menor medida, do efeito saldo primário positivo.

**Evolução da balança corrente em 2024**  
(% do PIB e variação em p. p.)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

**Dívida externa e PII**  
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

**Rácio de dívida pública portuguesa**  
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

## A evolução recente do PIB per capita português

Em economia o PIB é a medida clássica para exprimir a riqueza gerada, representando o somatório dos bens e serviços finais produzidos num determinado país durante certo período temporal. Quando dividido pelo número de habitantes obtemos a métrica per capita, ou seja, o quanto em média cada individuo contribui para a produção económica do país. Este expurgar do efeito populacional facilita, portanto, a comparação entre países. Neste artigo pretendemos dar uma panorâmica de como esta métrica evoluiu em Portugal nas suas diferenças nuances nos tempos mais recentes.

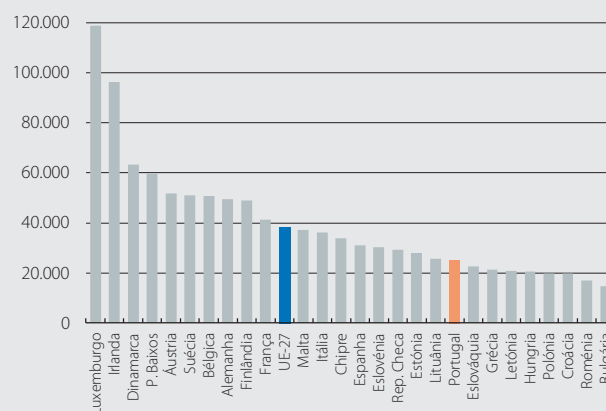
Olhando em primeira instância para o PIB per capita em termos nominais, a posição de Portugal no seio da UE a 27 não é brilhante. Em 2023 ocupávamos a 20ª posição como é possível ver no primeiro gráfico, caindo uma posição face ao pré-pandemia (2019) por troca com a Lituânia. O PIB per capita nacional ascendeu a 25.280 euros, valor significativamente abaixo (-34%) da média da UE a 27 (38.130 euros). Entre 2019 e 2023 o PIB per capita em termos nominais evoluiu 22%,<sup>1</sup> longe dos desempenhos de alguns países do Leste como a Bulgária e a Roménia (+58% e +47%, respetivamente) mas acima por exemplo da França (+15%), Espanha e Alemanha (+16% em ambos os casos) e da própria UE (+21%).

Mas a métrica em termos nominais é influenciada pelas diferentes variações de preços nos países, e, além disso, os números comentados no parágrafo anterior abarcam um período de surto inflacionista, pelo que importa olhar para o PIB per capita em termos reais e estender o horizonte a este século para ter uma visão mais abrangente. Assim, o crescimento acumulado do PIB per capita nacional entre 2000 e 2024<sup>2</sup> ascendeu a 24,2%, ligeiramente abaixo da zona euro (27,3%), abaixo da média da UE (35,8%) mas acima da Grécia, França e sobretudo Itália (segundo gráfico). A performance comparada da economia é diferente consoante o ponto de partida que se toma. Já vimos que se o horizonte for o início deste século, a riqueza criada compara mal com as maiores economias. Contudo, se o horizonte for o de pós-eclosão da pandemia (2021-2023) a performance de Portugal é mais favorável (crescimento acumulado de 13,7%), principalmente face à UE/Zona euro com 9,3% (terceiro gráfico). De registar a fraca performance da economia alemã neste período, que é explicada por fatores diversos – foi um dos países mais afetado pela guerra na Ucrânia na frente energética ao perder o abastecimento do gás russo; e, enfrenta fortes desafios em setores relevantes da sua economia como o automóvel, por exemplo. Outro aspeto a salientar é o de que apesar de neste período Grécia e Itália registarem

1. 17ª melhor performance da EU neste período.  
 2. Para as taxas de crescimento do PIB per capita em 2024 foram utilizadas as estimativas de crescimento do PIB da CE do Autumn 2024 Economic Forecast.

### PIB per capita (preços correntes)

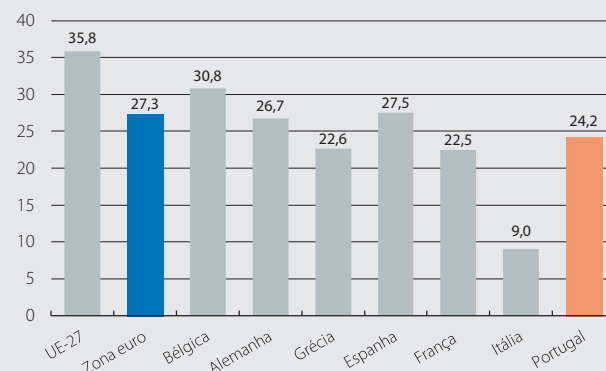
Euros



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

### PIB per capita

Crescimento acumulado no período 2000-2024 (%)

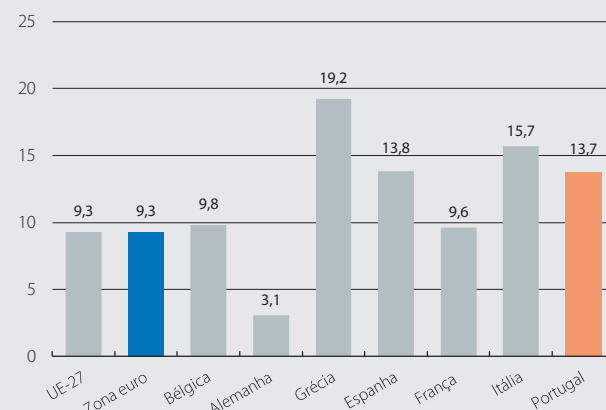


Nota: Para as taxas de crescimento do PIB per capita em 2024 foram utilizadas as estimativas de crescimento do PIB da CE do Autumn 2024 Economic Forecast.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat e Comissão Europeia (CE).

### PIB per capita

Crescimento acumulado no período 2021-2023 (%)



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

crescimento acumulado do PIB per capita superior a Portugal (19,2% e 15,7%, respetivamente), isto também se explica pela dinâmica da própria população. Na verdade, as populações da Grécia e Itália registaram no período uma quebra acumulada de população (-2,8% e -1,1%, respetivamente), reduzindo o denominador do indicador. Portugal por seu turno tem registado uma dinâmica populacional favorável, com um crescimento acumulado de 1,4%.

Os dados que enunciámos colocam em evidência que a interpretação da evolução do PIB per capita e os comparativos entre países devem ser feitos com cautela. Para termos mais visibilidade nesta matéria alargámos a análise contemplando a questão do emprego. Ou seja, considerando o PIB por população empregada (quarto gráfico) e não o PIB per capita. Nesta métrica o crescimento acumulado no período pós-eclosão da pandemia é superior em Portugal (15,8%) face à UE (5,6%) e face a Itália e à Grécia (10,3% e 9%, respetivamente), países para os quais perdia no período utilizando o comparativo per capita. Este dado sugere que além do sólido crescimento do produto pós-pandemia, este foi acompanhado também do crescimento da produtividade. A ideia é confirmada quando analisamos o indicador do PIB por hora trabalhada. Neste, o crescimento acumulado da UE é de apenas 0,5% e de Portugal 2,4%, novamente superior à Grécia e a Itália que inclusivamente apresentam um registo negativo.

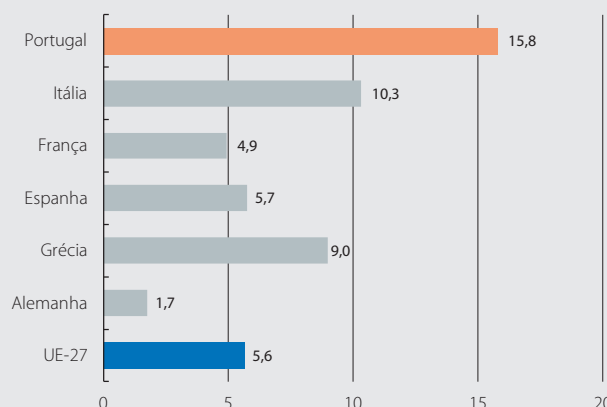
Quando passamos do PIB per capita nominal para o real eliminamos o efeito da inflação em cada país, como já vimos neste artigo. Contudo, para se ajustar as diferenças de nível de preços entre as economias, o valor do PIB em euros é convertido usando a paridade de poder de compra (PPC), uma taxa de câmbio específica que tem em conta as diferenças de nível nos preços. Os dados em paridade de poder de compra representam um padrão com o qual alguém poderia, teoricamente, comprar a mesma quantidade de bens e serviços em qualquer economia. Nesta ótica, Portugal aparenta ser um «beneficiário líquido da pandemia» na medida em que entre 2019 e 2023 reduziu em 5% o gap face ao nível de PIB per capita (PPC) da zona euro (último gráfico), pese embora esse gap seja ainda muito significativo: -23%.

As evidências que apresentámos neste artigo apontam para que a evolução da riqueza criada por habitante em Portugal nos últimos anos tem sido positiva. No entanto, recordar que apesar de ser um indicador bastante utilizado para avaliar o padrão de vida médio de determinada população, o PIB per capita não é uma medida de rendimento pessoal. O PIB per capita pode aumentar e uma fatia importante da população de um país ficar mais pobre, pois não avalia as desigualdades na repartição da riqueza ou do rendimento.

Tiago Belejo Correia

### PIB por pessoa empregada

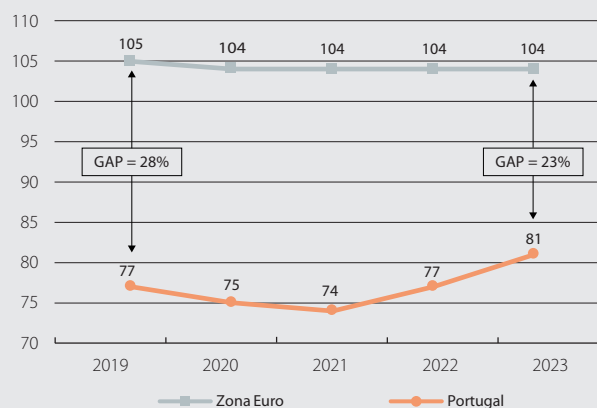
Crescimento acumulado no período 2021-2023 (%)



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

### PIB per capita (PPC)

Índice (UE-27 em 2020 = 100)



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



## Mais investimento estrangeiro e maior diversificação

No 3T 2024, o stock de IDE era de 196,5 mil milhões de euros, cerca de mais 48 mil milhões do que em 2019. Segundo a OCDE, no conjunto dos países que formam a União Europeia, Portugal encontra-se na 10ª posição na captação de investimento estrangeiro, com um crescimento médio anual de 6,2%<sup>1</sup>, acima da média da UE. Esta evolução, e no que concerne ao peso do stock de IDE no PIB, coloca Portugal entre um dos principais recetores de investimento estrangeiro. Em 2023, o stock de IDE representava 70,5% do PIB, em linha com a média da União Europeia (70,6%), mas acima dos níveis de outros países com dimensão idêntica à de Portugal, como é o caso da República Checa (63%), Hungria (55,1%) ou Polónia (42,8%). Apenas a Estónia excede Portugal, com o IDE a representar 95,4% do seu PIB.

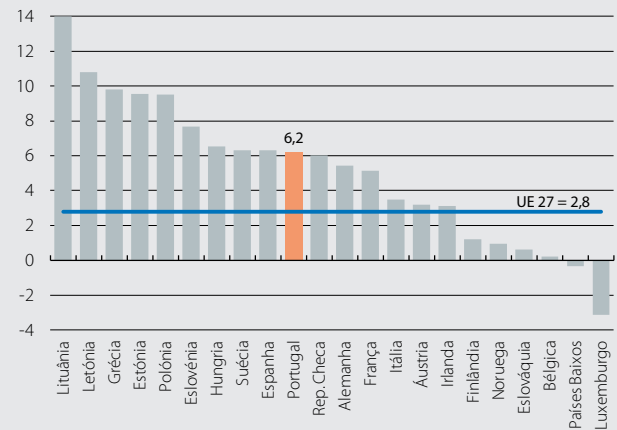
Os resultados da EY Attractiveness Survey 2024 para Portugal<sup>2</sup>, suportam o incremento observado nos últimos anos, referindo que a capacidade de atração de investimento estrangeiro melhorou significativamente, com 84% dos inquiridos a considerarem a possibilidade de realização de novos investimentos ou expansão dos já existentes ainda em 2024 (em 2018 esta percentagem era de 31% e em 2022, no pós pandemia, 62%). E há sinais de que esta maior capacidade de atração de investimento é sustentável no médio prazo, na medida em que 77% dos inquiridos perspetivam incremento do número de projetos em Portugal nos próximos três anos (49% em 2021).

O inquérito foca-se na análise do número de projetos realizados até 2023, destacando-se que desde 2019, estes aumentaram a um ritmo médio anual de 8,8%, para 221 projetos, dos quais 122 foram novos projetos e 99 projetos de expansão do negócio. Os fatores apontados como principais catalisadores do investimento são a qualidade da formação da força de trabalho, nomeadamente ao nível da formação em áreas da ciência, tecnologia, engenharia e matemática (STEM no acrónimo inglês) e o bom conhecimento da língua inglesa, existência de um sistema fiscal amigo do investimento, reduzido grau de burocracia e modernização e simplificação das operações empresariais, também através de meios digitais. Nos últimos anos, também a distância geográfica de conflitos militares – Ucrânia e Israel – é tida em conta na escolha de Portugal como destino de IDE.

1. A taxa de crescimento médio anual nos últimos 5 anos calculada com base em dados da OCDE difere daquela calculada a partir de informação recolhida na base de dados do Banco de Portugal. Utilizamos-la no início deste artigo por permitir aferir sobre a capacidade de captação de investimento por parte de Portugal em comparação com os restantes países da União Europeia. No resto do artigo, a análise dos dados será com base na informação disponibilizada pelo Banco de Portugal.

2. A publicação EY Portugal Attractiveness Survey 2018, baseia-se em inquéritos a 200 investidores relativamente à competitividade e atratividade da economia portuguesa.

IDE: crescimento médio anual nos últimos 5 anos (%)



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

### Principais fatores para escolher Portugal como destino de IDE

	1º	2º	3º
Competências e disponibilidade da mão de obra	12%	9%	5%
Nível de adesão à tecnologia	9%	5%	11%
Enquadramento fiscal	7%	9%	9%
Qualidade de vida, diversidade e cultura	9%	7%	8%
Enquadramento jurídico e regulamentar (por exemplo, legislação em matéria de inteligência artificial, sustentabilidade, proteção de dados, etc.)	5%	11%	7%
Estabilidade do regime político e regulamentar	4%	9%	7%
Custos da mão de obra e de outros factores de produção	8%	7%	5%
Solidez do mercado interno	7%	7%	6%
Fiabilidade e cobertura das infra-estruturas (transportes, telecomunicações, energia)	5%	8%	6%
Agilidade e pragmatismo das autoridades locais	6%	3%	9%
Custo da energia	6%	6%	6%
Liquidez dos mercados financeiros e disponibilidade de capital	8%	4%	5%
Abordagem política das alterações climáticas e da sustentabilidade	6%	7%	3%
Peso dos pacotes de estímulo nacionais e respetivo impacto	7%	5%	4%
I&D e inovação	4%	5%	6%

Fonte: BPI Research, com base em dados da EY survey 2024.

A par dos fatores catalisadores, são enunciados os principais riscos percecionados pelos investidores para implementação de projetos em Portugal, alguns dos quais ainda permanecerão, mas outros poderão estar a ser ultrapassados. Entre estes refere-se algumas limitações na distribuição geográfica da força de trabalho; paralelamente, o envelhecimento e a redução da população também são apontados como fatores de risco, contudo, são dois aspetos que tendem a ser colmatados pela entrada de imigrantes nos últimos anos. Também condições de finan-

ciamento restritivas são avaliadas desfavoravelmente, mas também estas deverão ter perdido importância ao longo de 2024 e ainda mais importância perderão em 2025, dada a expectativa de que o Banco Central Europeu aproximará as taxas diretores do seu nível neutral, longe dos picos observados até junho de 2024. Finalmente, a instabilidade política também foi referida e, este sim, é um fator que se mantém ativo, constituindo um potencial escolho na captação de investimento estrangeiro.

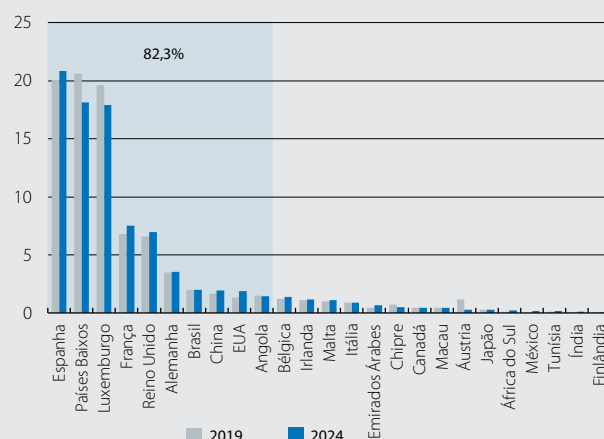
### Quem investe mais em Portugal

Maioritariamente, o investimento direto em Portugal tem origem em países europeus (86,6%). Excluindo países como Países Baixos e Luxemburgo<sup>3</sup>, Espanha, França e Reino Unido são os principais investidores. No entanto, há uma tendência gradual de redução do peso dos países europeus por contrapartida de países extraeuropeus, do quais se destacam China e, sobretudo, os EUA. Embora com uma importância muito diminuta no total de IDE, China e EUA apresentam taxas de crescimentos robustas desde 2019: em termos acumulados o IDE da China aumentou 55%, equivalente a um crescimento médio anual de 9,2%; e o dos EUA 85%, equivalente a um avanço anual de 13,1%.

Embora utilizando métricas diferentes, o inquérito da EY confirma o maior interesse de investidores não europeus, revelando que em 2023 os EUA foram a principal origem de projetos de IDE ocupando uma quota de 17,6% no conjunto dos 221 projetos realizados nesse ano; França surge em segundo lugar como origem de 13,1% dos projetos, Alemanha com 10,9% e Espanha com 10%.

### IDE: principais origens

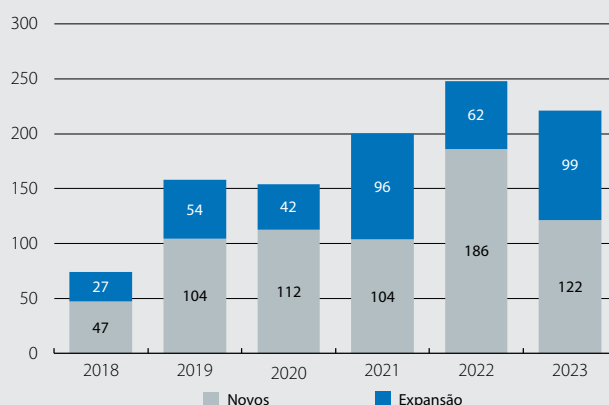
(% do total)



Fonte: BPI Research com base em dados do Banco de Portugal.

### Projetos de IDE em Portugal

Unidade



Fonte: BPI Research, com base em dados da EY survey 2024.

### Stock de Investimento direto estrangeiro

	Milhões de euros				Crescimento acumulado	%	
	2019		3T 24				CAGR
	2019	3T 24	2019	2024			
<b>Total</b>	<b>148.343</b>	<b>196.453</b>			<b>52,9</b>	<b>5,8</b>	
Indústrias, eletricidade, gás e água	18.862	28.836	12,7	14,7	36,4	8,9	
Indústria	12.021	16.397	8,1	8,3	36,5	6,4	
Indústria transformadora	11.286	15.411	7,6	7,8	81,8	6,4	
Eletricidade, gás e água	6.841	12.439	4,6	6,3	33,7	12,7	
Construção e imobiliárias	15.010	20.070	10,1	10,2	11,1	6,0	
Construção	3.280	3.645	2,2	1,9	40,0	2,1	
Atividades imobiliárias	11.730	16.425	7,9	8,4	15,0	7,0	
Comércio, transportes e alojamento	19.766	22.740	13,3	11,6	3,7	2,8	
Comércio	13.008	13.490	8,8	6,9	5,4	0,7	
Transportes e armazenagem	4.393	4.628	3,0	2,4	95,5	1,0	
Alojamento e restauração	2.365	4.622	1,6	2,4	32,0	14,3	
Outras atividades	58.418	77.111	39,4	39,3	17,7	5,7	
Atividades financeiras e seguros	35.020	41.201	23,6	21,0	59,0	3,3	
Consultoria e administrativas	14.926	23.726	10,1	12,1	15,9	9,7	
Informação e comunicação	6.777	7.853	4,6	4,0	172,3	3,0	
Agricultura e pesca	831	2.263	0,6	1,2	139,2	22,2	
Educação, saúde	865	2.069	0,6	1,1	5,9	19,1	
Sedes sociais	15.164	16.066	10,2	8,2	49,7	1,2	
Outros	21.122	31.630	14,2	16,1	-	8,4	

Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Portugal.

3. Luxemburgo e Países Baixos beneficiam de regimes fiscais muito competitivos, captando a instalação de empresas estrangeiras nos seus territórios e intermediação de fluxos de capital meramente por razões fiscais. Assim, os valores reportados como IDE com origem nestes dois países podem estar distorcidos por decisões de investimento de empresas que na sua origem não são nem luxemburguesas nem holandesas.

### Quais os setores que mais captam IDE

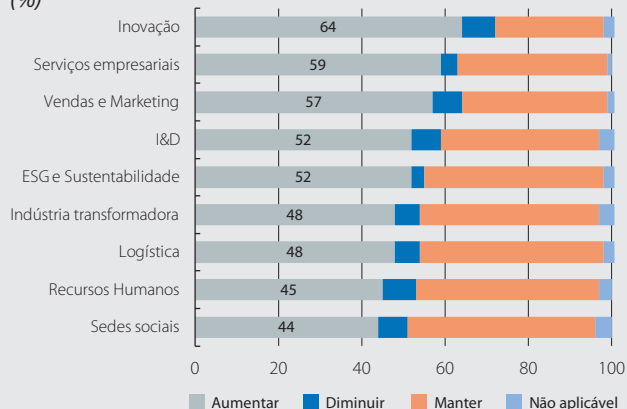
A estrutura do IDE por setor não se alterou significativamente desde 2019, no entanto há algumas tendências que confirmam alguns dos resultados publicados no inquérito da EY. Assim, as atividades financeiras e seguros continuam a ser os que mais pesam no IDE total, apresentando, no entanto, tendência descendente; enquanto setores como as *utilities*, atividades imobiliárias, alojamento e restauração, atividades de consultoria e outras não discriminadas nos dados do Banco de Portugal apresentam crescimentos superiores à média do IDE global. Alguns destes setores continuam com pesos bastante diminutos no IDE total, mas outros representam já uma fatia importante do IDE destacando-se as atividades de consultoria e outras, onde se encaixaram alguns dos setores referidos na última Survey da EY, como é o caso dos investimentos em tecnologias de ponta (*high-tech*). Embora não visível na evolução da quota no IDE total é de destacar que em 2023 os investidores internacionais colocavam o setor industrial, com destaque para a indústria química e farmacêutica entre aqueles com maior apetência para crescer.

### O que esperar no médio prazo

Como já referido, os investidores internacionais estão otimistas quanto à possibilidade de realização de novos projetos ou alargamento dos já existentes, pelo que muito provavelmente iremos continuar a assistir ao incremento do *stock* de IDE. E provavelmente continuaremos a assistir à gradual alteração dos setores destino do investimento, com incremento do peso em setores com maior incorporação de conhecimento, nomeadamente setores com maior incorporação de tecnologia e indústrias de ponta.

Teresa Gil Pinheiro

### Setores preferidos para incremento da presença em Portugal nos próximos 3 anos (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da EY survey 2024.

## Emprego (mais) blindado ao aparecimento de tempestades

O mercado de trabalho revelou-se mais robusto do que inicialmente esperávamos em 2024, principalmente no que diz respeito à capacidade da economia em criar emprego. De facto, o emprego voltou a crescer acima de 1% no ano passado (mais concretamente, 1,2% face a 2023), o que significa que foram criados mais de 60.000 postos de trabalho líquidos, colocando o total de pessoas empregadas (de 5.112.300) no nível mais elevado desta série histórica.<sup>1</sup> Com o emprego em níveis máximos, importa analisar com detalhe o que está por detrás deste comportamento surpreendente, nomeadamente que sectores se distinguiram, como evoluiu a precariedade do emprego e até em que grupos etários e em que nível de escolaridade foram criados mais postos de trabalho.

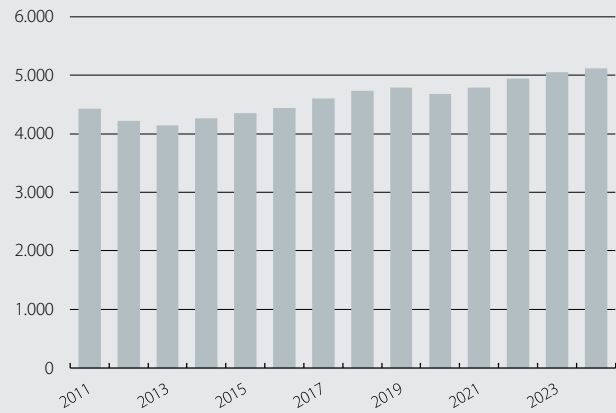
Apesar da maior taxa de emprego no sexo masculino, foi o emprego feminino que liderou o aumento da população empregada em 2024, ainda que por uma curta distância. Assim, enquanto o emprego no sexo feminino aumentou 1,3% (+32.300 pessoas), o emprego masculino aumentou 1,1% (ou seja, 28.800 pessoas). Por grupo etário, a classe dos 45 aos 64 anos explica a grande maioria dos 61.100 postos de trabalho líquidos criados em 2024 (cerca de 74%), seguindo-se o grupo dos 25-34 anos (a explicar quase 40% do emprego criado). Por fim, ao nível da escolaridade, grande parte da criação de emprego assentou nos indivíduos com ensino superior (+98.500 pessoas) e com o secundário & pós-secundário concluído (+72.000 pessoas), o que compensou a queda do emprego nos indivíduos com menores qualificações (-109.400 no caso de indivíduos com nenhum ciclo concluído ou apenas o ensino básico). Esta evolução está em linha com os resultados conseguidos relativamente à melhoria das qualificações da população residente em Portugal nos últimos anos.<sup>2</sup>

O top 5 dos principais sectores criadores de emprego encontra-se no sector dos serviços, um comportamento distinto do que tinha acontecido em 2023. Mais concretamente, no ano passado, o Comércio & reparação de veículos, a Educação, as Atividades de informação & comunicação, a Administração Pública & defesa e as Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas & recreativas destacaram-se entre os demais sectores, com uma criação de

1. Perante as alterações metodológicas implementadas pelo INE (nomeadamente alterações feitas aos dados recolhidos entre o 2T 2020 e o 2T 2023, perante os impactos da forma distinta de recolha de respostas no Inquérito ao Emprego e a posterior recalibração dos dados desde o 1T 2011), a comparação deve-se restringir aos dados posteriores a 2011.

2. Dados de 2023 apontam que 25,1% da população residente em Portugal tinha o ensino superior concluído, o que compara com 16,3% há 10 anos. Em sentido inverso, a percentagem de população com nenhum ou apenas o ensino básico concluído passou de 63,2% em 2013 para 46,1% em 2023.

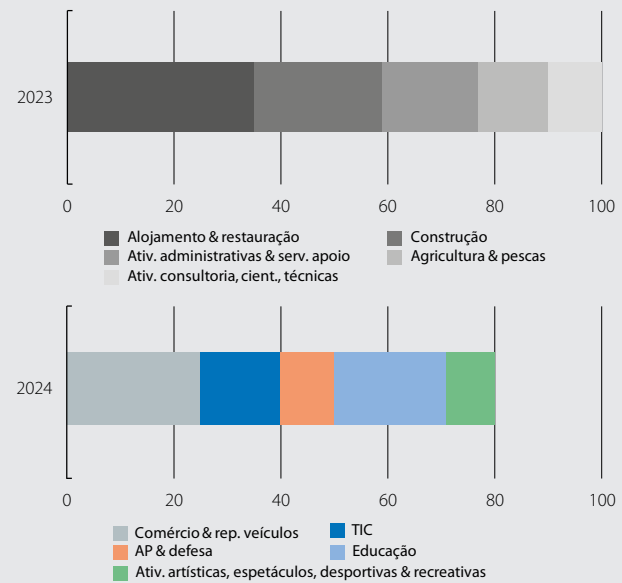
**População empregada em Portugal**  
(Mil indivíduos)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

**Variação anual do emprego, por principais sectores**

Variação anual (Mil indivíduos)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

emprego conjunta de 80.000 postos de trabalho. Por sua vez, em 2023, o aumento do emprego foi transversal aos três sectores económicos (agricultura, indústria e serviços); nesse ano, o top 5 incluía o Alojamento & restauração, a Construção, as Atividades administrativas & serviços de apoio, a Agricultura & pescas e Atividades de consultoria, científicas, técnicas & similares.<sup>3</sup>

3. Se olharmos numa perspetiva de mais longo prazo, o emprego criado nos últimos anos assenta, em parte, em mão-de-obra altamente especializada: a título de exemplo, mais de 20% da criação de emprego nos últimos 10 anos é explicada pelas atividades de informação & comunicação e atividades de consultoria, científicas & técnicas.

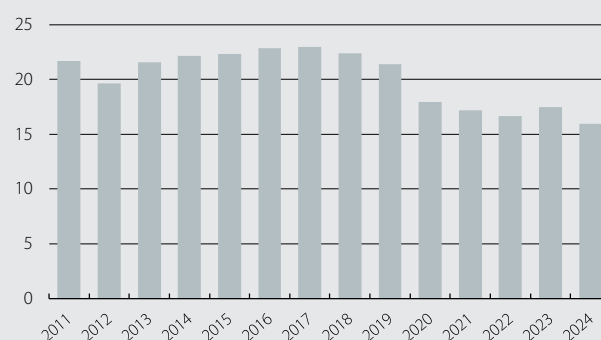
Por sua vez, os trabalhadores por conta de outrem representam a larga maioria do emprego em Portugal (cerca de 85% da população empregada), com um aumento superior a 39.000 em 2024. Apesar do aumento registado no ano passado, verifica-se que o aumento do emprego neste grupo perdeu ímpeto, perante aumentos superiores a 120.000 nos dois anos anteriores. Ao mesmo tempo, o aumento de trabalhadores por conta própria como isolados<sup>4</sup> foi também bastante relevante (+15.400 pessoas, semelhante ao verificado em 2023), com estes a representarem cerca de 10% do total da população empregada em 2024, não muito diferente do registado antes da pandemia. Adicionalmente, o aumento dos trabalhadores por conta própria como empregadores teve um aumento muito menos expressivo (+6.500), representando cerca de 5% do emprego total em 2024.

Por fim, para avaliarmos o nível de precariedade do emprego nos trabalhadores por conta de outrem, podemos analisar o que aconteceu aos contratos a termo (em contrapartida dos contratos sem termo, mais estáveis). O comportamento em 2024 foi positivo na medida em que o número de contratos a prazo e outros tipos de contratos mais precários diminuiu em 58.500, colocando o total (693.200 pessoas) num nível inferior ao registado antes da pandemia (em 2019, superava os 875.000). Perante estes dados, o nível de precariedade diminuiu, passando de 17,4% em 2023 para 15,9% no ano passado, o nível mais baixo desde o início da série (compara com 21,4% em 2019, antes da pandemia). Em sentido contrário, quase 98.000 postos de trabalho foram criados com contratos sem termo em 2024, com estes a atingirem quase 3.657.000 pessoas. De igual modo, a larga maioria da criação de emprego no ano passado foi através de contratos a tempo completo, ainda que a tempo parcial também tenha evoluído de forma positiva (explicam 80% e 20% do aumento de emprego, respetivamente).

4. De acordo com o INE, um trabalhador por conta própria como isolado é um «indivíduo que exerce uma atividade independente, com associados ou não, obtendo uma remuneração que está diretamente dependente dos lucros (realizados ou potenciais) provenientes de bens ou serviços produzidos e que, habitualmente, não contrata trabalhador(es) por conta de outrem para com ele trabalhar(em)».

### Nível de precariedade da população empregada \*

(%)



**Nota:** \* Percentagem de contratos a prazo e outros tipos precários no total do emprego por conta de outrem.

**Fonte:** BPI Research, com base nos dados do INE.

Com o emprego em níveis máximos e a escassez de mão-de-obra reportada nalguns sectores (especialmente na construção e alojamento & restauração), não é surpreendente o comportamento das remunerações, que, em 2024, voltaram a aumentar. Os dados das remunerações brutas mensais médias reais revelam um crescimento de 3,8% no conjunto do ano, o que representa uma aceleração face ao que tinha sido registado em 2023 (2,5%). Neste contexto, a remuneração total superou os 1.300 euros, ainda que, olhando para a componente regular, o montante mensal tenha ficado pelos 1.060 euros.

Vânia Duarte



### Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	2,2	1,7	1,6	1,8	1,7	1,6	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-3,1	0,3	1,4	1,4	-0,8	-1,0	-4,9	-4,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-7,9	-6,7	-6,2	-3,9	-4,1	-4,7	-5,2
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	4,9	-17,5	8,4	12,4	20,2	21,4	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	...	-4,1	10,4	19,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	9,1	8,5	5,5	6,8	8,5	13,2	13,7	14,5	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	13,1	9,5	7,8	6,3	6,3	6,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,6	5,5	6,3	4,3	-0,4	11,9	17,9	20,2	16,5
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,3	1,8	2,2	3,9	5,5	5,1	5,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	3,1	2,6	2,6	3,1	3,9	4,0	4,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-15,0	-15,1	-15,3
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	2,3	1,2	1,4	1,0	1,2	1,3	1,5	2,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,8	6,1	6,1	6,7	6,4	6,2	...
<b>PIB</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	-	-	-

### Preços

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Inflação global	4,4	2,4	2,2	2,7	2,2	2,6	3,0	2,5	2,4
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,7	2,4

### Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,5	-5,5	-3,7	0,8	2,5	2,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	1,9	-7,3	-5,6	-0,9	1,9	1,9	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>1,5</b>	<b>6,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	...	...
Bens e serviços	4,0	6,7	5,2	5,7	6,1	6,7	6,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-0,5	-2,0	-1,5	-0,9	-0,5	-0,5	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>5,3</b>	<b>9,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	...	...

### Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	2,7	5,6	6,0	7,5	7,5	7,3	...
À ordem	-18,5	-0,3	-14,8	-8,6	-6,7	-0,3	-0,3	2,0	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	27,1	24,0	20,9	15,3	15,3	12,5	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	9,1	4,5	29,1	26,7	26,7	27,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,6</b>	<b>7,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	-1,5	2,2	-0,8	-0,3	1,1	2,2	2,2	2,9	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,4	-1,7	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4	0,9	...
Famílias - habitações	-1,4	3,3	-0,7	0,1	1,5	3,3	3,3	4,0	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,8	1,5	2,5	4,0	4,8	4,8	4,7	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	5,9	-5,8	-4,1	0,6	0,6	-0,3	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>2,7</b>	...	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Refinitiv.

## A economia espanhola começa o ano em boa forma

Nos primeiros meses do ano, os indicadores que se tornaram conhecidos mostram sinais positivos que apontam para um dinamismo da economia espanhola no 1T 2025, embora a um ritmo um pouco menos vigoroso do que no trimestre anterior.

O setor dos serviços mantém um dinamismo notável. Nos dois primeiros meses do ano, o PMI do setor aumentou para 55,6 em média, em comparação com 55,1 no 4T 2024. Esta melhoria da atividade continua a ser apoiada pela força da procura, especialmente das atividades comerciais, que, por sua vez, são impulsionadas por um setor turístico muito dinâmico. Neste sentido, os dados mais recentes confirmam a força da atividade turística: em janeiro, o número de turistas estrangeiros que entraram em território espanhol atingiu os 5,1 milhões, um aumento de 6,1% em termos homólogos e de 20,7% em relação aos níveis pré-pandémicos (janeiro de 2019).

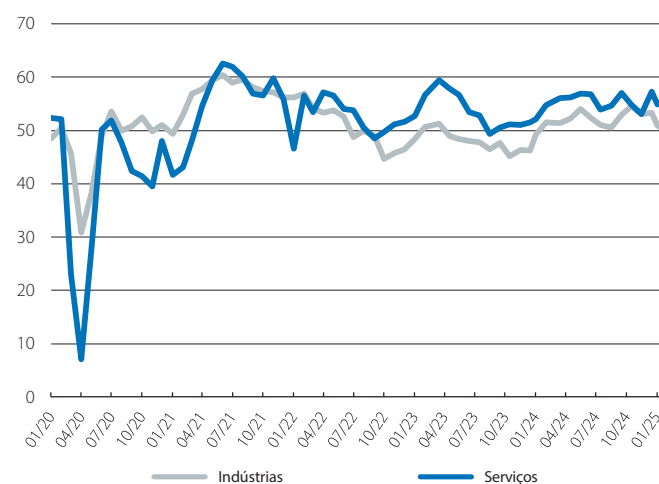
Os sinais são um pouco mais fracos na indústria, uma vez que o índice PMI para o setor da indústria transformadora caiu abaixo dos 50 pontos em fevereiro (49,7), algo que não acontecia desde janeiro de 2024, embora na média de janeiro-fevereiro ainda esteja em território expansionista (50,3 vs. 53,6 no 4T 2024); tanto a produção como as novas encomendas estão a abrandar, num contexto de enfraquecimento da procura e num clima de grande incerteza. Os sinais são ligeiramente mais positivos do lado do emprego no sector industrial, com um crescimento das inscrições de 1,7% em termos homólogos em janeiro-fevereiro, acima dos 1,6% registados no 4T 2024. De um modo geral, a evolução do setor industrial está a ser condicionada negativamente pela fraca procura dos principais parceiros europeus ou pelas dúvidas sobre a política tarifária dos EUA. Por conseguinte, embora a exposição direta de Espanha a estas alterações seja relativamente baixa, setores como a agroindústria e a indústria farmacêutica poderão ser particularmente afetados; além disso, a incerteza geopolítica pode levar ao adiamento de projetos de investimento.

Relativamente ao consumo, os indicadores apontam para uma moderação do ritmo de crescimento, após o bom final de 2024. Desta forma, o crescimento do número de matrículas de automóveis de passageiros normalizou em janeiro-fevereiro em 8,4% em termos homólogos, face aos extraordinários 14,4% registados no 4T 2024, fortemente influenciado pelo valor de dezembro, o melhor nesse mês em quatro anos. Em termos anualizados, as matrículas ultrapassam um milhão de unidades, o que não acontecia desde meados de 2020. Pelo indicador do CaixaBank Research, a atividade dos cartões espanhóis está a evoluir de melhor para pior neste início de ano, com um crescimento de 3,8% em termos homólogos até 21 de fevereiro, ligeiramente abaixo do ritmo registado no 4T 2024 (4,0%).

**A criação de emprego continua a crescer a um ritmo notável.** O número médio de inscrições aumentou em 100.340 em fevereiro, um pouco abaixo do aumento do ano passado (103.621), mas significativamente acima da média de 70.616

### Espanha: PMI

Nível



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

### Espanha: matrícula de automóveis ligeiros

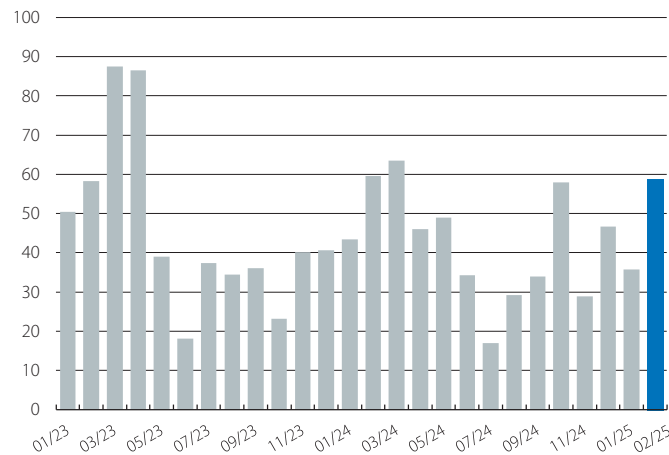
Acumulado nos últimos 12 meses (milhares)



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

### Espanha: inscritos na Seguranc Social

Variacão mensal (milhares de pessoas)



Nota: Séries corrigidas de sazonalidade.

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

para os meses de fevereiro de 2014-2019. O emprego, corrigido de sazonalidade, registou um aumento mensal de 58.735, o maior aumento desde março de 2024, elevando o crescimento médio mensal até agora no 1T 2024 para 47.246 trabalhadores, superior à média do 4T 2024 (44.522). De referir ainda a melhoria dos contratos permanentes, pelo que a taxa de emprego temporário continua a diminuir, situando-se em 11,8%, menos 2 décimas do que no mês anterior e a taxa mais baixa da série.

**A inflação global prolonga a trajetória ascendente, mas a inflação subjacente desce para o nível mais baixo desde 2021.** Segundo a estimativa rápida publicada pelo INE, a inflação global situou-se em 3,0% em fevereiro, 1 décima acima do mês anterior e a taxa mais elevada desde junho de 2024. Na ausência de uma desagregação por componentes, o INE refere que este resultado se deve sobretudo ao aumento do preço da eletricidade, que continua a ser afetado pelo aumento do IVA de 10% para 21% aplicado à tarifa de eletricidade. Em contrapartida, a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e alimentos não transformados) continuou a diminuir gradualmente e caiu 3 décimas para 2,1%, o valor mais baixo desde dezembro de 2021. Assim, as tendências de fundo dos preços continuam a ser descendentes, para além da recuperação do indicador global.

**O défice comercial melhora ligeiramente em 2024, graças à componente energética.** A balança comercial registou um défice de 40.276 milhões de euros em 2024, o que equivale a 2,5% do PIB e a uma décima a menos do que em 2023. Esta ligeira correção do desequilíbrio comercial deveu-se exclusivamente à melhoria da balança energética. Neste sentido, o défice energético diminuiu 3,4% para 35.929 milhões de euros, graças à diminuição das importações (-8,0%), com as compras em volume praticamente estagnadas (-0,3%) e os preços em queda acentuada (-8,3%). Por outro lado, a balança de bens não energéticos registou um forte agravamento, com o seu défice a aumentar 29,7% para 4.347 milhões, num contexto de fraco dinamismo comercial (1,3% nas exportações e 1,5% nas importações); neste sentido, as exportações não energéticas em termos de volume caíram pelo segundo ano consecutivo, 0,9%, para o seu nível mais baixo desde 2020. Para uma análise mais detalhada do balanço do sector externo em 2024, consultar o Focus «Excelentes registos do setor externo em 2024» nesta publicação.

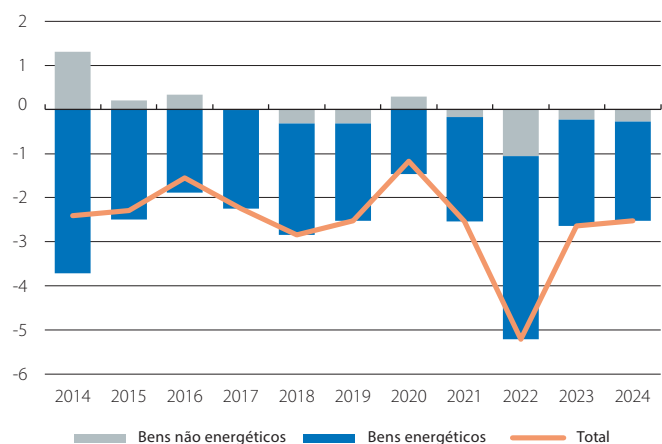
**A procura por habitação ganha ímpeto em 2024.** Na sequência de uma quebra pontual da atividade em 2023 (-10,2%), associada às elevadas taxas de juro, o número de transações imobiliárias cresceu 10% em 2024, para 642.000 imóveis. Este é o terceiro melhor registo da série histórica, atrás apenas do pico de 2007, no auge do boom imobiliário, e da recuperação pós-pandemia de 2022. Esta revitalização deve-se a vários fatores: a alteração da orientação da política monetária, a solidez da economia e, em especial, do mercado de trabalho, juntamente com a recuperação do rendimento disponível das famílias e o crescimento demográfico impulsionado por fluxos migratórios positivos. Perante uma procura crescente e uma oferta ainda insuficiente, os preços continuam a subir: o valor de avaliação das habitações no 4T 2024 aumentou 2,7% em cadeia e elevou o aumento homólogo para 7,0%, o mais

**Espanha: IPC**  
Variação homóloga (%)



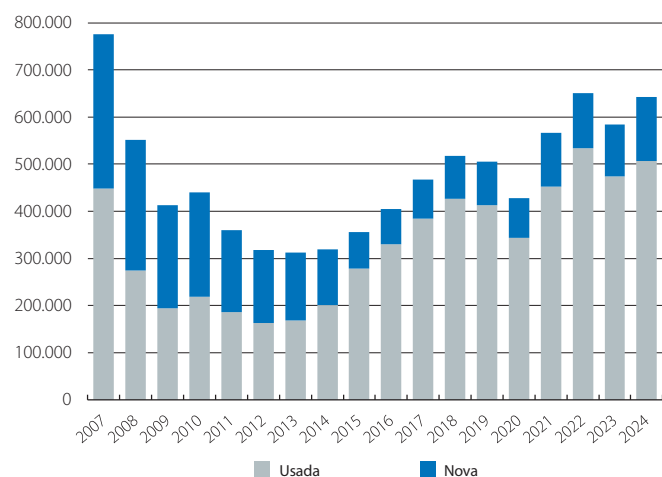
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

**Espanha: balança comercial de bens**  
(% do PIB)



Notas: Dados relativos ao comércio de produtos energéticos de acordo com a classificação dos Grupos de Utilização. Os dados relativos a 2024 são provisórios.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos serviços aduaneiros espanhóis.

**Espanha: transações de habitações**  
Unidades



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

## Novo cenário económico: otimismo prudente num contexto de incerteza

### 2024 deixou-nos um bom ponto de partida

A economia espanhola voltou a registar um crescimento muito bom na reta final de 2024. No 4T 2024, o PIB cresceu 0,8% em cadeia, impulsionado pelo crescimento do consumo privado e do investimento, tendo evoluído novamente muito acima do conjunto da Zona Euro, que permaneceu em estagnação em cadeia. Com isto, a economia cresceu uns notáveis 3,2% no conjunto de 2024.

Ao longo de 2024, o crescimento foi principalmente apoiado pela procura interna. Dos 3,2 pontos percentuais de crescimento do PIB, o consumo privado contribuiu com 1,6 p. p., apoiado por um bom desempenho do mercado de trabalho e por um forte crescimento da população, enquanto o consumo público contribuiu com mais 1 p. p. Por seu lado, o setor externo contribuiu com 0,4 p. p. para o crescimento, graças ao bom desempenho das exportações de serviços e ao nível moderado das importações, embora o seu contributo tenha diminuído ao longo do ano. O bom resultado de 2024 é ainda mais evidente se tivermos em conta que este crescimento ocorreu num contexto de taxas de juro ainda elevadas, embora já numa trajetória descendente, e de um crescimento anémico dos nossos principais parceiros comerciais europeus.

O ponto de partida é bom, não só devido aos últimos registos de crescimento, mas também devido à inexistência de desequilíbrios financeiros claros. A balança corrente registou um excedente em 2024 pelo décimo terceiro ano consecutivo. Esta melhoria continua permitiu que a posição líquida de investimento internacional – que mede a diferença entre ativos financeiros e passivos em relação ao resto do mundo – reduzisse o seu saldo devedor para menos de 50% do PIB (97,5% do PIB em 2009). Além disso, a dívida privada (famílias e empresas não financeiras) permanece moderada, situando-se em 125,1% do PIB, segundo os dados mais recentes do 3T 2024, abaixo da média da Zona Euro de 153,5%, e a dívida pública também se manteve numa trajetória descendente, atingindo 101,8% em dezembro de 2024, menos 3,3 p. p. do que no ano anterior.

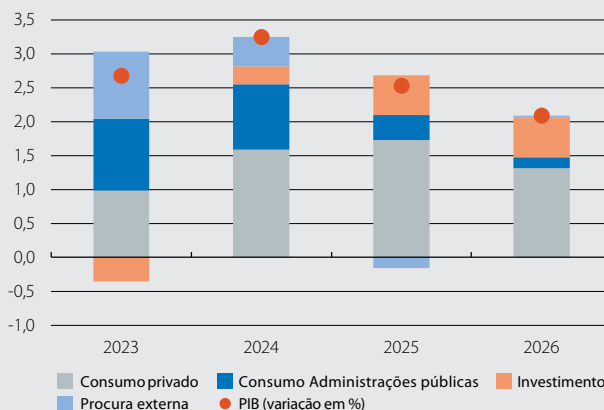
A robustez do crescimento na reta final de 2024 tem um impacto mecânico no crescimento previsto para 2025. Por exemplo, mesmo que a economia permanecesse estagnada ao longo de 2025 ao nível do PIB do final de 2024, o crescimento anual em 2025 seria de 1,2%, por ser um ponto de partida mais elevado do que o nível médio do PIB do ano anterior.

### Revisão dos pressupostos subjacentes ao cenário

Os pressupostos subjacentes ao cenário da evolução da política monetária do BCE, dos preços da energia e das taxas de câmbio permanecem numa direção que reforça a narrativa de que o consumo e o investimento devem ganhar proeminência enquanto motores de crescimento em detrimento da procura externa.

Em primeiro lugar, o nosso cenário prevê uma moderação gradual da inflação subjacente no conjunto da Zona Euro, que atingirá 2% até ao final de 2025. A evolução da inflação permitirá ao BCE, num contexto de fragilidade na Zona Euro, continuar a reduzir gradualmente as taxas de referência até que a taxa *depo* atinja 1,75% na parte final de 2025 (o limite inferior do intervalo considerado neutro).

### Espanha: contribuição para o crescimento do PIB (p.p.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Em segundo lugar, prevemos uma ligeira diminuição do preço do barril de Brent: projetamos que o seu preço seja, em média, de 76 dólares/barril em 2025 (74,5 dólares no cenário anterior), ligeiramente abaixo de 79,8 dólares na média de 2024. No entanto, o impacto na economia espanhola será limitado devido à depreciação do euro. A maior desvinculação entre as políticas monetárias de ambos os lados do Atlântico, com um BCE que continua a baixar as taxas e uma Fed que abrandou o seu ciclo de descidas, conduziu a uma depreciação do euro de cerca de 7% entre setembro de 2024 e janeiro de 2025. Prevemos que esta depreciação tenha alguma continuidade e que o euro perca cerca de 5% do seu valor face ao dólar, em média, em 2025, em comparação com 2024. Assim, apesar da queda do preço em dólares, o preço do Brent em euros permanecerá nos 74 euros/barril.

No que respeita à atividade no mercado externo, revimos em baixa a previsão de crescimento da Zona Euro em 2025 em 0,5 p. p., para 0,8%, principalmente devido à fraqueza da economia alemã e à nova política tarifária impulsionada pela administração Trump. Este cenário ligeiramente mais adverso reforça a ideia de que o crescimento das exportações espanholas irá desacelerar em 2025.

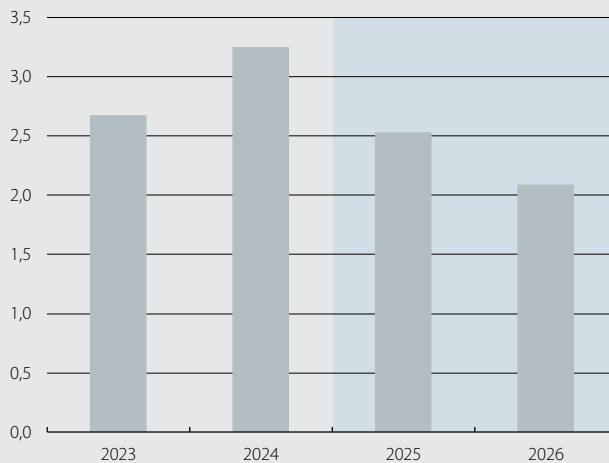
### Perspetivas

Os bons dados relativos ao crescimento da parte final de 2024 levam-nos a rever em alta as previsões de crescimento do PIB para 2025. No entanto, a probabilidade crescente de tensões tarifárias entre os EUA e a UE convida-nos à prudência. Desta forma, esperamos que a economia cresça 2,5% em 2025, acima dos 2,3% anteriormente previstos, embora ligeiramente abaixo da revisão que poderíamos ter realizado na ausência deste fator de incerteza.

Em especial, o nosso cenário pressupõe uma situação de «contenção» das tensões tarifárias, em que não existe uma escalada e em que a incerteza sobre esta questão se dissipa em meados do ano e as novas «regras do jogo» já estão em vigor. Este cenário tem um impacto direto limitado e transitório na economia espanhola, uma vez que a exposição comercial reduzida aos EUA implica um impacto estimado de 0,1 p. p. menos de crescimento de PIB por cada aumento de 10 p. p. das tarifas, e

**Espanha: PIB**

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

limita a maior fonte de risco, que são os impactos indiretos derivados do aumento da incerteza.

O crescimento será principalmente apoiado pela procura interna. Apesar dos bons números da evolução do consumo privado e do investimento no 4T 2024, ambas as componentes continuam muito aquém das outras componentes do PIB. Assim, embora o PIB no 4T 2024 se tenha situado 7,6% acima do nível anterior à pandemia, o consumo privado atingiu 3,6% e o investimento apenas 2,5%. A recuperação do consumo privado no período pós-pandemia é ainda mais importante tendo em conta o aumento da população desde 2022. Assim, o consumo real no 4T 2024 era ainda 0,4% inferior ao nível anterior à pandemia. A descida das taxas de juro e a moderação gradual da inflação apoiarão o aumento da procura interna. O investimento será apoiado pelo esforço de investimento relacionado com os fundos do NGEU e pela elevada taxa de poupança das famílias, de 14,2% no 3T 2024, em comparação com uma média de 7,3% no período 2015-2019, o que também deixa muita margem para o consumo privado.

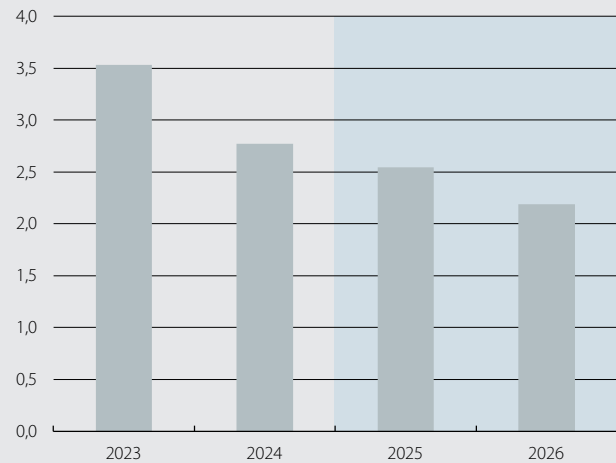
No entanto, esperamos que o crescimento seja moderado em comparação com o ano passado, à medida que alguns dos ventos favoráveis de que a economia beneficiou nos últimos trimestres perdem força. Em especial, salientamos a normalização do ritmo de crescimento no setor do turismo e alguma moderação das influências demográficas esperadas. Ao mesmo tempo, a persistente fragilidade da economia europeia, cujo crescimento previsto para 2025 continua a ser inferior a 1%, juntamente com um eventual aumento das tarifas entre os EUA e a UE afetarão negativamente a economia espanhola.

A este respeito, esperamos que o setor externo dê uma contribuição ligeiramente negativa para o crescimento em 2025, por oposição às contribuições positivas dos anos anteriores. Esta contribuição negativa explica-se pelo abrandamento do ritmo de crescimento das exportações, estreitamente ligada à normalização do crescimento no setor do turismo e à fragilidade dos nossos principais mercados de exportação, bem como pelo dinamismo mais forte das importações devido à forte procura interna.

Por seu lado, em 2025, esperamos que a inflação permaneça moderada e, após ter registado 2,8%, em média, em 2024, se situe em 2,5% em 2025. Esta moderação será acompanhada

**Espanha: inflação**

Variação homóloga (%)



pela redução gradual da inflação na componente dos serviços e por uma maior correção da inflação na componente dos produtos alimentares (de 3,6% em 2024 para 2,0% em 2025), em linha com o observado nos últimos meses. Em contrapartida, a componente dos produtos energéticos, impulsionada pelo impacto no conjunto do ano da normalização do IVA da tarifa de eletricidade que ocorreu em janeiro de 2025, bem como pelo impacto da depreciação do euro no preço do petróleo, atuará no sentido oposto e limitará o grau de correção da inflação global.

Por último, prevemos que o mercado de trabalho mantenha um ritmo robusto de crescimento do emprego, embora ligeiramente inferior ao do ano passado. Mais especificamente, prevê-se que a percentagem de pessoas empregadas cresça 2,0% em 2025, após ter registado 2,2% em 2024. Em contraste, após a forte recuperação da população ativa em 2023, com um crescimento homólogo de 2,1%, o ritmo de crescimento registou uma ligeira moderação para 1,3% em 2024. Prevemos que, em 2025, a população ativa continue a crescer acentuadamente (1,2%), mas de forma ligeiramente menos intensa do que no ano passado. Estes pressupostos da evolução do emprego e da população ativa conduzem a uma melhoria da taxa de desemprego, passando de 11,3% em 2024 para 10,7% em 2025.

Como é habitual, os riscos em torno do cenário são múltiplos e significativos. Os principais riscos ascendentes estão relacionados com um crescimento mais rápido do que o previsto do consumo e do investimento, se as descidas das taxas forem aceleradas ou as famílias libertarem poupanças acumuladas de forma mais acentuada. A possibilidade de um cessar-fogo na Ucrânia poderá também conduzir a preços da energia mais baixos. No entanto, os principais riscos mantêm-se em baixa e são de natureza geopolítica. A nível internacional, um aumento das tensões comerciais entre os EUA e a UE acima do esperado poderá ter um maior impacto negativo nos fluxos comerciais e, por conseguinte, no crescimento da economia espanhola e dos seus parceiros comerciais. Além disso, não se pode excluir a possibilidade de uma nova escalada do conflito no Médio Oriente, o que poderá conduzir a uma subida acentuada dos preços do petróleo. A nível nacional, é importante que a aplicação dos fundos do NGEU ganhe força e apoie a recuperação do investimento das empresas.



## Excelentes dados do setor externo em 2024

O elevado dinamismo que a economia espanhola está a revelar, com um crescimento do PIB de 3,2% em 2024, superando as previsões de organismos e analistas, explica-se, em grande medida, pelo excelente desempenho do setor externo. Esta evolução foi particularmente suportada pelas exportações de serviços, com destaque para a habitual robustez do turismo, mas também o forte crescimento dos serviços não turísticos.

O comércio externo da economia espanhola de bens, serviços e rendimentos (balança corrente) apresentou um excedente de 3,0% do PIB em 2024 (2,7% no ano anterior), um nível muito próximo do máximo histórico atingido em 2016 (3,1%). Com exceção da sub-balança dos rendimentos, em que o défice estabilizou em 1,3% do PIB,<sup>1</sup> o restante contribuiu para a melhoria da balança corrente, quer a ligeira correção do défice comercial –especificamente a componente energética, graças à forte descida dos preços das importações– quer o aumento do excedente nos serviços, principalmente o turismo.

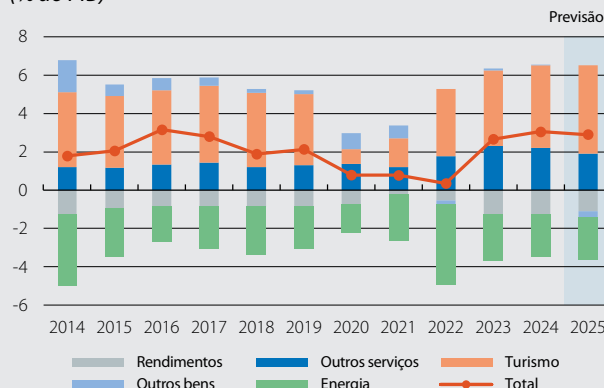
O défice comercial em termos de balança de pagamentos é ligeiramente diferente do registado em termos aduaneiros, uma vez que inclui alguns ajustamentos.<sup>2</sup> Na falta de dados de encerramento da conta de bens da balança de pagamentos, estimamos que o seu défice terá passado de 2,3% do PIB em 2023 para 2,1%-2,2% em 2024. Apesar do saldo negativo da balança comercial em termos globais, Espanha tem excedentes significativos com alguns dos seus principais parceiros europeus –excedentes que, além disso, aumentaram nos últimos anos– graças, principalmente, aos automóveis e, sobretudo, aos produtos alimentares (ver o segundo e o terceiro gráficos). Pelo contrário, os défices aumentaram com a Alemanha (os défices dos bens semitransformados e dos bens de investimento são parcialmente compensados pelo excedente dos produtos alimentares), a China (os bens de investimento e a indústria transformadora representam 75% do desequilíbrio) e os EUA, cujo balanço se deteriorou acentuadamente nos últimos anos, impulsionado pela componente energética.

1. Com dados até setembro, o défice da balança de rendimentos primários aumentou 21,0% em termos homólogos, devido a um maior crescimento dos pagamentos, principalmente dos rendimentos de investimento das instituições financeiras monetárias (IFM) e das administrações públicas. Em contrapartida, o défice das receitas secundárias diminuiu 8,2% em termos homólogos, condicionado, como habitualmente nos últimos anos, pelo recebimento de verbas do NGEU.

2. Basicamente, as diferenças entre alfândegas e balança de pagamentos (BP) são: (i) nas alfândegas, as importações são avaliadas por CIF (incluindo os montantes dos serviços de transporte de mercadorias e de seguros associados às importações) e na BP avalia-se o FOB, (ii) a BP inclui operações não abrangidas pelas estatísticas aduaneiras (bens que não atravessam a fronteira, mas que alteram a sua propriedade económica) e exclui outras (mercadorias que atravessam a fronteira sem alteração de propriedade); e (iii) a BP inclui estimativas feitas pelo INE de atividades ilegais relacionadas com o comércio internacional de mercadorias.

### Espanha: balança corrente

(% do PIB)

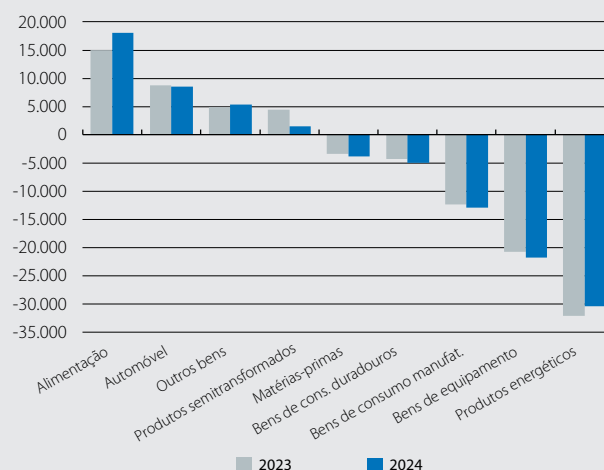


**Nota:** Dados relativos ao comércio de produtos energéticos de acordo com a classificação dos Grupos de Utilização.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do Banco de Espanha e das Alfândegas.

### Espanha: balança comercial por setores

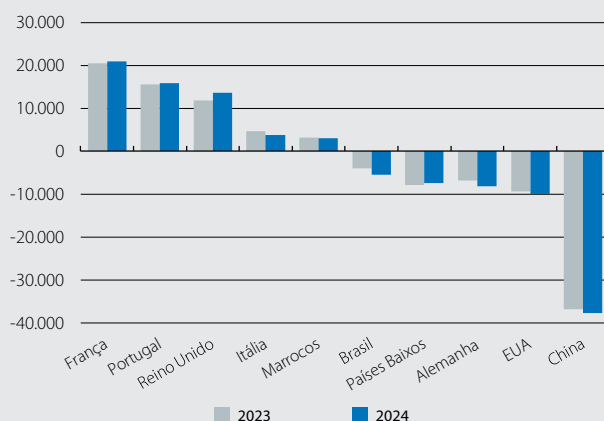
(Milhões de euros)



**Fonte:** BPI Research, com base nos dados da DataComex.

### Espanha: balança comercial por países

(Milhões de euros)



**Fonte:** BPI Research, com base nos dados da DataComex.

No que respeita à balança de serviços, os dados relativos ao turismo em 2024 foram notáveis: o excedente registou um aumento de 16,4% para 68.400 milhões de euros, um novo máximo histórico de 4,3% do PIB (3,9% em 2023). O país recebeu 93,8 milhões de turistas, mais 10,1% do que no ano anterior, e as receitas turísticas atingiram 98.600 milhões de euros, mais 15,9% do que no ano anterior; valores recorde em ambos casos. As importações de turismo cresceram um pouco abaixo, mas também a um bom ritmo de 14,7%, um sinal de que as viagens dos espanhóis ao estrangeiro estão a recuperar fortemente após a paragem súbita devido à pandemia.<sup>3</sup>

No que respeita ao saldo dos serviços não turísticos, os dados disponíveis (três primeiros trimestres de 2024) apontam para uma ligeira redução do seu excedente, após o máximo registado no ano anterior (2,3% do PIB). Esta situação explica-se pelo crescimento extraordinário das importações, que duplicou em relação ao das exportações (18,3% em termos homólogos vs. 9,0%). Por tipo de serviço, o saldo positivo acumulado até setembro foi generalizado, com exceção de seguros e pensões e da propriedade intelectual; face ao ano anterior, a melhoria dos excedentes nos serviços financeiros e empresariais contrasta com a acentuada deterioração no setor dos transportes.

Em 2025, esperamos que o saldo da balança corrente permaneça excedentário, embora ligeiramente inferior ao de 2024 (inferior a 3,0% do PIB), devido a um ligeiro aumento do défice da balança de bens, que será parcialmente compensado por um menor défice dos rendimentos e um aumento do excedente dos serviços.

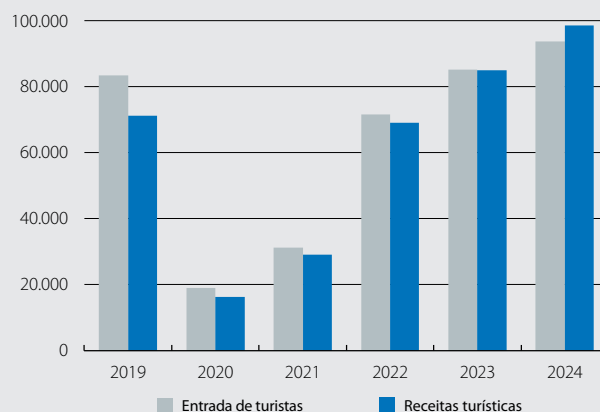
Por um lado, é provável que se registre uma recuperação das importações de mercadorias, impulsionada pela maior procura interna que se prevê e por pressões mais fortes sobre os preços das importações. Por outro, a evolução das exportações depende da apatia dos nossos principais parceiros comerciais da Zona Euro, incluindo o impacto que poderá ter a política tarifária dos EUA, que se tornou um dos principais riscos em torno do cenário macroeconómico para este ano.<sup>4</sup> Por conseguinte, projeta-se um aumento do défice comercial de cerca de 3 décimas do PIB, para cerca de 2,5% do PIB.

No que se refere ao turismo, prevemos uma normalização do seu ritmo de crescimento, tendo em conta os níveis elevados atingidos. De qualquer modo, alguns fatores continuarão a apoiar o seu desempenho, tais como o

3. 34,3% das despesas de turismo dos espanhóis em 2024 (dados de janeiro a setembro) ocorreram no estrangeiro, sendo esta percentagem já superior aos registos anteriores à pandemia (32,7% no período 2015-2019).

4. Para mais informações, consultar Focus «Exposição da economia europeia ao aumento das tarifas nos EUA» e «Impacto do aumento das tarifas nas exportações espanholas para os EUA: quais os setores que poderão ser mais afetados?», ambos no IM12/2024.

### Espanha: evolução do turismo (Milhares de pessoas e milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE e do Banco da Espanha.

intenso processo de ajustamento sazonal em que o setor está envolvido ou a recuperação do rendimento disponível nos países emissores; além disso, a incerteza geopolítica e a instabilidade crónica no Médio Oriente podem favorecer Espanha como destino seguro e estável.<sup>5</sup> Como resultado, o excedente turístico poderá continuar a aumentar algumas décimas do PIB, até 4,6%.

Por último, esperamos uma ligeira correção do défice da balança de rendimentos, de 2 décimas, para 1,1% do PIB, devido à queda das taxas de juro.

5. Para uma análise aprofundada da evolução recente e perspetivas do setor turístico, ver *IS Turismo 1S 2025*.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-1,4	0,4	-0,5	0,2	0,5	1,3	2,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,1	-5,5	-2,9	-6,0	-4,6	-4,4	-6,2
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	53,3	50,9	49,7
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	2,0	4,6	10,2	16,7	16,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	10,0	-11,0	-10,0	-1,1	10,0	10,0	...	...
Preço da habitação	4,0	...	6,3	7,8	8,2	...	...	...	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	10,1	9,7	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	57,3	54,9	56,2
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho <sup>1</sup>	2,5	1,7	1,1	0,5	2,6	2,8	4,0	...	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	3,3	8,5	1,7	14,4	28,8	5,3	10,5
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-19,2	...	-17,2	-14,5	-13,7	...	...	...	...
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>2</sup>	3,1	2,2	3,0	2,0	1,8	2,2	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	12,3	11,3	11,2	10,6	...	...	...
Inscritos na Segurança Social <sup>3</sup>	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
<b>PIB</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	...	...	...

**Preços**

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Inflação global	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,8	2,9	3,0
Inflação subjacente	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,6	2,4	2,1

**Setor externo**

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, salvo indicação expressa

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-6,9	-4,9	-1,8	0,2	0,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-9,8	-7,1	-3,1	0,1	0,1	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>39,8</b>	<b>48,4</b>	<b>41,2</b>	<b>45,4</b>	<b>49,6</b>	<b>48,4</b>	<b>48,4</b>	...	...
Bens e serviços	58,8	68,4	60,5	65,5	69,3	68,4	68,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-19,1	-20,1	-19,2	-20,1	-19,7	-20,1	-20,1	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>56,0</b>	<b>65,0</b>	<b>56,0</b>	<b>61,5</b>	<b>66,2</b>	<b>65,0</b>	<b>65,0</b>	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>4</sup>**

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,0	3,3	5,2	4,3	5,0	5,0	5,4	...
À ordem e poupança	-7,4	1,9	-5,2	-1,9	-1,6	1,9	1,9	3,1	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,7	96,7	68,0	47,5	23,7	23,7	18,8	...
Depósitos das Adm. Públicas <sup>5</sup>	0,5	23,0	-4,6	-4,1	14,8	23,0	23,0	22,7	...
<b>TOTAL</b>	<b>0,3</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-3,4	0,6	-2,6	-1,3	-0,3	0,6	0,6	1,4	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,3	-3,6	-1,8	-0,6	0,3	0,3	1,5	...
Famílias - habitações	-3,2	0,5	-2,5	-1,5	-0,7	0,5	0,5	0,8	...
Famílias - outros fins	-0,5	1,8	-0,1	0,7	1,2	1,8	1,8	2,8	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,8	-4,8	-2,7	-5,4	-2,8	-2,8	-0,9	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e esvaziado. 2. EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. Depósitos públicos, excluindo acordos de recompra. 6. Dados de fim de período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, S&P Global PMI, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.

## Fundos NGEU: qual o estado de execução a nível europeu?

Já passaram quase cinco anos desde os históricos acordos para financiar o maior programa conjunto de estímulo económico da UE. Os fundos Next Generation EU (NGEU) foram concebidos com o duplo objetivo de contribuir para ultrapassar, a curto prazo, os efeitos adversos da pandemia de COVID-19 e, a médio prazo, apoiar a transformação estrutural da economia europeia. Passamos aqui em revista os resultados alcançados até ao momento e o que falta fazer.

### Progressos, mas com uma evolução heterogénea e mais lenta do que o previsto

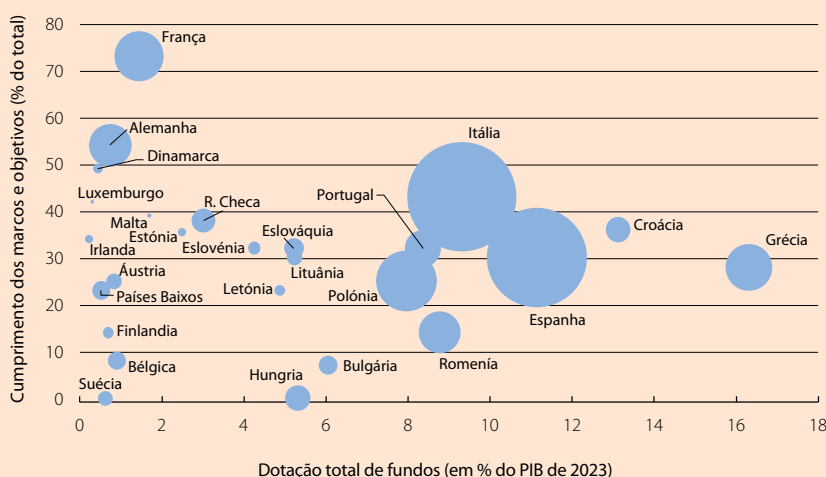
A pedra angular dos fundos NGEU foi a criação do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), inicialmente dotado com cerca de 725 mil milhões de euros (mM€) em subvenções e empréstimos destinados a investimentos e reformas estruturados em seis pilares de ação: transição verde, transformação digital, crescimento sustentável, coesão, resiliência e juventude. Ao contrário dos fundos europeus tradicionais, com uma abordagem de justificação dos custos, este instrumento consiste na transferência de recursos condicionada ao cumprimento pelos Estados-Membros de uma série de marcos e objetivos definidos nos seus Planos de Recuperação e Resiliência (PRR).

De acordo com o instrumento de acompanhamento do PRR,<sup>1</sup> a Comissão Europeia desembolsou até ao momento 306 mM €,<sup>2</sup> cerca de 50% do montante total da dotação final dos fundos,<sup>3</sup> incluindo 67 mM € a título de pré-financiamento e 239 mM € na sequência de 64 pedidos de pagamento apresentados pelos Estados-Membros. Estes fundos correspondem ao cumprimento de 28% de todos os marcos e objetivos estabelecidos em todos os PRR nacionais. Em coerência com a conceção inicial dos planos e com o objetivo de reforçar a complementaridade entre os dois tipos de medidas, os progressos relativos são mais elevados para as reformas (39%) do que para os investimentos (21%).<sup>4</sup>

Os progressos por país são muito heterogéneos (ver o primeiro gráfico). Centrando-nos nos Estados-Membros com uma dotação relativamente mais elevada de fundos em relação ao respetivo PIB, a Itália e a Croácia apresentam a percentagem mais elevada de cumprimento de marcos e objetivos, situando-se em cerca de 40%, seguidos de Portugal, Espanha, Grécia e Polónia, com cerca de 30%. Em contrapartida, destaca-se o baixo nível de progressos da Roménia e da Bulgária (inferior a 15%), bem como o facto de a Hungria ainda não ter apresentado quaisquer pedidos de desembolso (ainda que tenha recebido fundos a título de pré-financiamento).

O estudo independente para a avaliação intercalar do PRR publicado em 2024<sup>5</sup> salientou a incipiente execução dos investimentos, que se centram na dupla transição verde e digital,<sup>6</sup> destacando simultaneamente as reformas no domínio do mercado de trabalho, da proteção social e da educação (com especial referência à reforma laboral de 2021 em Espanha e ao seu papel na redução da precariedade no setor privado), da Administração Pública, da governação e da justiça (como no caso de Itália e da Croácia), bem como a simplificação regulamentar e os incentivos aos investimentos em energias renováveis, transportes sustentáveis e desenvolvimento da 5G e da banda larga (por exemplo, em Itália, na Alemanha e na Bélgica).

### Cumprimento dos marcos e objetivos dos PRR



**Nota:** A área dos círculos é proporcional à dotação total de fundos em euros nominais.  
**Fonte:** BPI Research, com base na Comissão Europeia.

1. Ver Comissão Europeia. «Recovery and Resilience Scoreboard».

2. 197 mM € a título de subvenções e 109 mM € a título de empréstimos.

3. Um total de 650 mM €, incluindo um pedido de 76% dos empréstimos disponíveis e 22 mM € adicionais em subvenções para reformas e investimentos relacionados com o Plano REPowerEU, aprovado em 2022, em resposta à invasão da Ucrânia e ao choque energético associado.

4. Mais pormenores nos relatórios anuais do PRR, o último dos quais publicado em outubro de 2024.

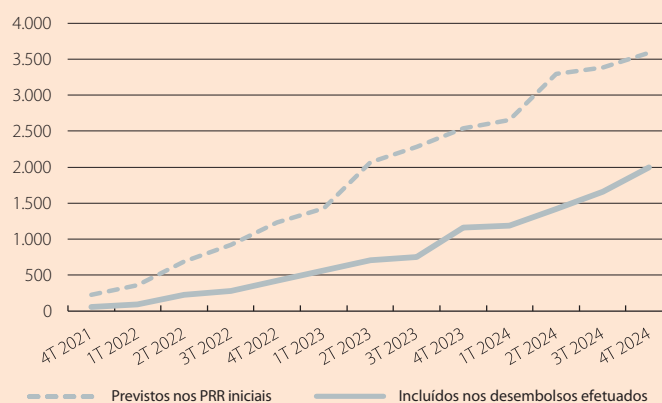
5. Corti, F., Nigohosyan, S.R., Pancotti, C. e Millard, S. (2023). «Study supporting the mid-term Evaluation of the Recovery and Resilience Facility», Comissão Europeia.

6. De acordo com o regulamento, um mínimo de 37% da dotação de fundos do PRR deve ser destinado à transição verde e um mínimo de 20% à transformação digital.

Apesar dos progressos registados, a execução dos PRR tem sido mais lenta do que o inicialmente previsto (ver o segundo gráfico). Os quase 2000 marcos e objetivos alcançados até ao momento representam cerca de 60% dos previstos para estas datas nos planos iniciais adotados em 2021-2022. Entre os fatores explicativos, a avaliação intercalar dos PRR salienta a limitada capacidade administrativa para absorver um elevado volume de fundos, a que se soma uma maior frequência de alterações aos PRR iniciais.<sup>7</sup> A escalada dos preços na sequência da invasão da Ucrânia também teve um impacto negativo, depreciando o valor da dotação em cerca de 10% em relação à previsão inicial,<sup>8</sup> com um aumento particularmente intenso do preço dos materiais de construção.

Em síntese, verificamos que ainda há muito a fazer na execução dos fundos NGEU, incluindo nos países que registaram os maiores progressos até ao momento. Para tal, será necessário acelerar as reformas e os investimentos acordados, mantendo simultaneamente um equilíbrio necessário com a relevância das medidas adotadas.<sup>9</sup> A melhoria da capacidade de crescimento económico futuro da UE vale bem o esforço.

### Cumprimento dos marcos e objetivos dos PRR (Número acumulado)



**Nota:** A previsão baseia-se no anexo da primeira decisão de execução do Conselho, aplicando um atraso de seis meses à data indicativa para refletir o procedimento relativo a cada pedido de pagamento, que inclui o envio do pedido do Estado-Membro, a avaliação da Comissão e a adoção pelo Conselho.

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

7. Com vista a simplificar e acelerar estas alterações, a Comissão Europeia atualizou as suas orientações para os Estados-Membros em julho de 2024.

8. Tomámos como referência o desvio acumulado do deflator do PIB durante o período 2022-2024, em comparação com as previsões do outono de 2021 da Comissão Europeia.

9. Ver o artigo «Fundos NGEU: o que podemos dizer sobre o seu impacto e os desafios futuros» neste mesmo Dossier.



## Fundos NGEU: o que podemos dizer sobre o seu impacto e os desafios futuros

Ao contrário do acompanhamento do cumprimento dos marcos e objetivos dos Planos de Recuperação e Resiliência (PRR),<sup>1</sup> a avaliação do estado de execução torna-se mais complicada quando tentamos quantificar os efeitos macroeconómicos e a sua capacidade de transformação da economia europeia. Este facto é ainda mais relevante tendo em conta os desafios colocados por um cenário geopolítico cada vez mais complexo.

### O impacto a médio prazo como grande incógnita

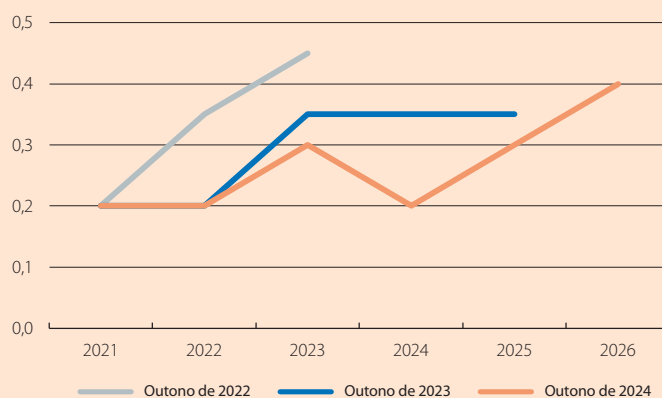
A Comissão Europeia publicou até ao momento dois exercícios de projeção sobre o impacto do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR). O primeiro, em 2021, com a aprovação dos PRR, que situava o pico de impacto no nível do PIB em 2026 num intervalo de 0,7%-1,2%,<sup>2</sup> e o segundo, em 2023, para refletir a revisão dos PRR, incluir um perfil temporal de pagamentos mais realista e considerar o impacto do choque energético na sequência da invasão na Ucrânia, que situou este intervalo em 0,9%-1,4%.<sup>3</sup> Estas últimas projeções, que pouco alteraram as iniciais, estão agora desfasadas por não refletirem o

progresso mais lento do que o esperado na execução dos PRR, aspeto que a Comissão Europeia tem vindo a evidenciar no seu ciclo bianual de previsões, no qual reviu em baixa o impulso orçamental derivado da despesa pública financiada com fundos europeus (ver gráfico). Na mesma linha, o BCE estimou recentemente que o impacto no PIB da Zona Euro tinha sido de apenas 1 ou 2 décimos de ponto percentual no período 2021-2023, muito abaixo dos 0,5% inicialmente previstos.<sup>4</sup>

A médio prazo, o intervalo de incerteza é muito mais amplo. Do lado do investimento, o regulamento do PRR estipula que todos os pedidos de pagamento devem ser tramitados até 31 de agosto de 2026, um prazo que, dada a atual taxa de cumprimento dos marcos e objetivos, constitui uma incógnita quanto à taxa de absorção final dos fundos. Inclusivamente no caso dos empréstimos, que podem constituir-se como veículos de financiamento do setor privado e, por conseguinte, ter um impacto para além de 2026, subsiste a dúvida sobre qual será a procura efetiva de fundos e o grau de adicionalidade desta.<sup>5</sup> Em todo o caso, parece que o impulso orçamental terá, por si só, um efeito macroeconómico muito limitado a médio prazo. A própria Comissão Europeia, no seu último exercício de projeção sobre o PRR, estimou que o impacto acumulado no nível do PIB da UE em 2031 se situaria no intervalo de 0,3%-0,7%, números semelhantes à estimativa do BCE para a Zona Euro (0,2%-0,6%).

No que respeita às reformas, existe um vasto consenso quanto à elevada margem de manobra das mesmas para aumentar o PIB e o crescimento potencial da economia europeia.<sup>6,7</sup> A avaliação intercalar do PRR salienta o elevado grau de adicionalidade das reformas contidas nos PRR, bem como a sua contribuição para a realização de maiores progressos no cumprimento das recomendações específicas por país formuladas pelo Conselho no contexto do Semestre Europeu. Contudo, dada a sua relevância para a avaliação da capacidade transformadora dos PRR, seria oportuno lançar mais luz sobre o seu perfil temporal de impacto e efeitos quantitativos, incluindo a sua contribuição para a promoção dos objetivos climáticos, energéticos, digitais e sociais da UE para 2030. A avaliação *ex post* prevista pelo regulamento para 2028, seria uma boa oportunidade para abordar estas lacunas no acompanhamento sistemático dos PRR. De momento, as estimativas de referência neste domínio continuam a ser as do BCE, que prevê para a Zona Euro um aumento do crescimento potencial a médio prazo no intervalo de 0,1-0,2 p. p., um resultado em grande parte devido ao impulso das reformas estruturais sobre o aumento da produtividade total dos fatores.

### Impulso orçamental do NGEU e de outros fundos europeus (Acumulado em % do PIB)



*Nota:* O impulso orçamental define-se como a variação da despesa pública que excede o crescimento do PIB nominal potencial.

*Fonte:* BPI Research, com base nos dados das previsões da Comissão Europeia.

1. Ver o artigo «Fundos NGEU: qual o estado de execução a nível europeu?» neste mesmo Dossier.

2. Ver Pfeiffer, P. e Varga, J. (2021). «Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment», Discussion Paper n.º 144, Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (DG ECFIN), Comissão Europeia.

3. O novo perfil para a UE no seu conjunto foi publicado no documento de trabalho da Comissão Europeia que acompanha a revisão intercalar do PRR, publicada em fevereiro de 2024.

4. Bańkowski, K. et al. (2024): «Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy», Occasional Paper n.º 362, BCE.

5. A adicionalidade refere-se à utilização dos fundos NGEU para fins que não teriam sido cobertos na sua ausência.

6. Pfeiffer, P., Varga, J. e In't Veld, J. (2023). «Unleashing Potential: Model-Based Reform Benchmarking for EU Member States», Discussion Paper n.º 192, Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (DG ECFIN), Comissão Europeia.

7. Bańkowski, K. et al. (2022): «The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective», Occasional Paper n.º 291, BCE.

### Desafios num novo contexto (geo)político

Nos cinco anos que decorreram desde o desenho dos fundos NGEU, tanto o panorama político europeu como o contexto geopolítico mundial sofreram grandes transformações. Diversas eleições nacionais e as eleições para o Parlamento Europeu em 2024 aumentaram a representatividade dos partidos eurocéticos, sendo a nova Comissão Europeia a que menos apoio recebeu na nomeação dos seus membros. A crescente fragmentação interna implica uma aritmética política complicada para fazer avançar a agenda europeia e enfrentar os desafios dos próximos anos. Entre estes destacam-se a negociação do novo quadro financeiro plurianual 2028-2034 e a implementação do plano de competitividade da Comissão Europeia, com base nas recomendações do relatório Draghi.<sup>8</sup> Ambos os elementos devem assumir o impulso transformador dos PRR, em particular nos domínios em que o défice continua a ser relevante, como o desenvolvimento e a utilização da inteligência artificial, a excessiva carga regulamentar sobre as empresas ou a ausência de um mercado único de capitais.<sup>9</sup>

O contexto internacional também se tornou mais complexo. À guerra na Ucrânia, um território que faz fronteira com a UE e com o qual foram iniciadas conversações de adesão, vem juntar-se agora, além da ameaça protecionista, a incerteza nas relações com a nova administração Trump. A UE enfrenta uma maior fragmentação geopolítica mundial, com dependências estratégicas muito acentuadas nos domínios da defesa, da tecnologia e da energia limpa. Estes elementos podem marcar uma mudança nas prioridades de despesa na reta final dos fundos NGEU, mais ainda com o reduzido espaço orçamental disponível para um número significativo de Estados-Membros.<sup>10</sup> Para tal, será necessário utilizar os graus de flexibilidade existentes, também para procurar o consenso necessário para não diluir os bons propósitos definidos em 2020.

8. Ver o Focus «Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10 /2024.

9. Ver os artigos do Dossier «Unidos na diversidade: os desafios económicos da Europa» no IM06 /2024.

10. Ver o Focus «O novo quadro de governação económica da UE» no IM01 /2025.

## NGEU Portugal: ponto de situação

Em 2025, entrámos nos dois últimos anos para a implementação dos fundos NGEU. O programa iniciou em 2021 e terminará em 2026, tendo até lá de serem cumpridos as 44 reformas e os 123 investimentos – que deverão ser implementados até agosto 2026 – acordados para atribuição das subvenções e empréstimos, cuja execução é medida pela Comissão Europeia com base num conjunto de 463 indicadores de performance, denominados marcos e metas. O objetivo destes fundos é relançar a economia no período pós-covid.

Relembramos que em 2023 houve uma renegociação do programa inicial, sendo que a dotação total aumentou para 22,2 mil milhões de euros, dos quais 16,3 mme são a fundo perdido e 5,9 mme são empréstimos. O programa divide-se em três dimensões – resiliência, transição climática e transição digital – sendo que a primeira absorverá 68% dos fundos, a segunda 20% e a terceira 12%, no caso do programa português.

Na dimensão resiliência que absorve praticamente 2/3 dos fundos do PRR e que tem como finalidade reforçar setores como a saúde, habitação, respostas sociais, investimento empresarial, competências e qualificações, entre outros, destacam-se as componentes capitalização e inovação empresarial, cujo montante pago aos beneficiários finais ascende a 1.850 milhões de euros, equivalente a 42% do montante aprovado; habitação, com um montante já pago de 892 milhões (25% do valor aprovado); e a componente qualificações e competências com um valor já executado de 683 milhões de euros (32% do valor aprovado).

Na segunda dimensão – transição climática – destacam-se as componentes descarbonização da indústria e mobilidade sustentável, cujos valores já pagos ascendem a 275 e 228 milhões de euros, respetivamente, representando, pela mesma ordem 31% e 18% dos montantes aprovados.

Finalmente, os projetos relacionados com a transição digital são os que apresentam maior taxa de pagamento, destacando-se as componentes digitalização, interoperabilidade e cibersegurança na Administração pública e Empresas 4.0, com projetos aprovados no montante de 618 e 629 milhões de euros, respetivamente, dos quais 222 e 176 milhões já foram pagos.

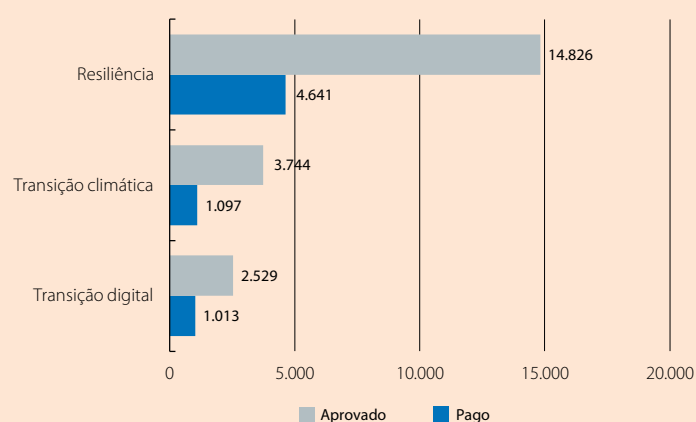
Até fevereiro de 2025, Portugal cumpriu 147 dos 463 marcos e metas e a Comissão Europeia estava a avaliar outros 30. E recebeu 11.396 milhões de euros (51% dos fundos totais), dos quais 8.492 milhões de euros a fundo perdido (subvenções) e 2.902 milhões de euros sob a forma de empréstimos.

O montante dos projetos aprovados ascendia a 21.101 milhões de euros, dos quais cerca de 6 mme se referem a projetos apresentados por empresas privadas, 4,9 mme por entidades públicas, 4,0 mme pelas autarquias e áreas metropolitanas e 2,9 mme por empresas públicas. Contudo os valores pagos aos beneficiários diretos e finais estão muito aquém dos montantes aprovados, representando apenas 30% do programa total, ou seja 6,75 mme.

De acordo com o Banco de Portugal<sup>1</sup>, mais de metade dos fundos aprovados destinavam-se à administração pública, destacando-se neste âmbito os valores aprovados para o Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana, o Metropolitano de Lisboa, as Infraestruturas de Portugal, o Metro do Porto, o Banco Português de Fomento, etc.

No setor privado, a análise do Banco de Portugal refere que as três atividades com maior peso são a indústria transformadora, nomeadamente a fabricação de produtos químicos, fibras sintéticas, pasta e papel; as atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares, como investigação científica e desenvolvimento; e atividades financeiras e de seguros. Conjuntamente estas

**PRR: montantes aprovados e pagos aos beneficiários**  
(Milhões de euros)



Fonte: BPI Reserach, com base em dados do Recuperar Portugal.

1. A implementação do PRR em Portugal, Boletim económico outubro 2024.

atividades acumulam 70% dos fundos aprovados, mais do dobro do seu peso no total da economia (30%); e encontram-se entre as empresas com maior atividade exportadora.

Até 2026, Portugal poderá ainda receber 10.820 milhões de euros, um montante que exigirá um esforço significativo de avanço na realização das reformas e dos investimentos implícitos nas respetivas tranches, bem como a entrega dos montantes recebidos aos beneficiários finais. Neste sentido refere-se o facto de o governo pretender acelerar a taxa de pagamento até ao final de 2025 para 40%, mais 10 pontos percentuais do que a atual, salientando-se, neste caso a introdução de alguma flexibilização na utilização dos fundos já recebidos<sup>2</sup>. Ainda assim, face à execução atual, a probabilidade de execução total do programa parece reduzida sem que haja um alargamento do período de implementação dos fundos NG EU.

A estimação do impacto destes fundos no crescimento económico é uma tarefa complexa, baseando-se numa representação estilizada da economia. Contudo, os modelos desenvolvidos apontam para que o impacto dos investimentos na economia deva ser considerável. Para o caso português, referimos que em fevereiro de 2024, a Comissão Europeia<sup>3</sup> reavaliou os impactos que os fundos NGEU poderão ter no crescimento das diversas economias, concluindo, no caso de Portugal, que estes têm potencial para aumentar o PIB real em 2026 entre 2,5% e 3,5%, face ao que seria um cenário sem a implementação do NGEU.

*Teresa Gil Pinheiro*

### Aprovações e pagamentos a beneficiários diretos e finais (fev 2025)

	Aprovado (milhões euros)	Pago (milhões euros)	Taxa de pagamento
Famílias	257	218	84,8
Inst. da economia solidária e social	587	194	33,0
Empresas	6.036	2.349	38,9
<i>Excluindo ENESII em consórcios</i>	<i>4.950</i>	<i>1.917</i>	<i>38,7</i>
<i>ENESII em consórcios com empresas</i>	<i>1.086</i>	<i>432</i>	<i>39,8</i>
Inst. do sistema científico e tecnológico	538	159	29,6
Inst. Ensino Superior	804	256	31,8
Escolas	1.026	499	48,6
Autarquias e áreas metropolitanas	4.038	834	20,7
Entidades públicas	4.929	1.547	31,4
Empresas públicas	2.886	696	24,1
<b>Total (milhões euros)</b>	<b>21.101</b>	<b>6.752</b>	<b>32,0</b>
<b>(% total PRR)</b>	<b>95,0%</b>	<b>30,4%</b>	

*Fonte: ENESII: Entidades Não Empresariais do Sistema de Investigação e Inovação.*

### Projetos aprovados com valores superiores a 200 milhões de euros

Beneficiário	Valor aprovado	Valor pago	Taxa de pagamento
Instituto habitação e reabilitação urbana	756,1	150,4	20
Metropolitano de Lisboa	747,5	75,3	10
Infraestruturas de Portugal	512,2	194,8	38
Metro do Porto	418,0	115,6	28
Serviços partilhados do ministério da saúde	300,0	82,9	28
Município de Lisboa	289,0	108,3	37
Administração regional de saúde de Lisboa e Vale do Tejo	273,7	59,8	22
Banco de Fomento Português	270,0	264,1	98
Secretaria geral educação e ciência	228,2	228,2	100
Instituto gestão financeira da educação	212,2	80,7	38
Instituto do emprego e formação profissional	202,3	42,4	21
Instituto conservação natureza e florestas	200,8	50,3	25

*Fonte: BPI Research, com base em dados do Recuperar Portugal.*

2. Na nota que acompanhou a subida de *rating* da república portuguesa para A, pela S&P é referido que há uma realocação de fundos atribuídos a projetos mais complexos, como por exemplo o Metro de Lisboa, para a compra de equipamento hospitalar, facilitando a aceleração da execução dos fundos.

3. Documento de trabalho *Mid-Term Evaluation of the Recovery and Resilience Facility: Strengthening the EU through ambitious reforms and investments*, fevereiro 2024.

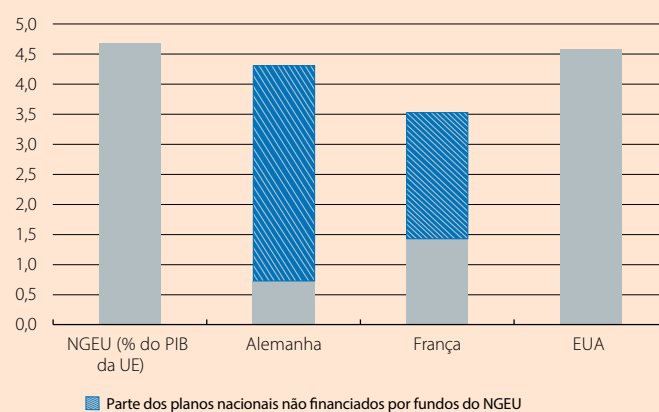
## Além do NGEU: investimentos na Europa para adaptação e sobrevivência aos novos tempos

Os fundos NGEU e os programas nacionais de investimento na Alemanha e em França são o resultado de um longo processo de mudança nos principais blocos económicos, acelerado pela COVID e pela guerra na Ucrânia. São esforços que visam redefinir e adaptar os modelos de produção à transição energética e à digitalização num contexto de incerteza e de novas dinâmicas geopolíticas. As referidas linhas de ação constituem os principais pilares do plano Draghi, que estabelece que, para as concretizar, é necessário um esforço coordenado entre os Estados-Membros e um grande esforço de investimento público, tendo como principais prioridades a estratégia industrial e o mercado único. A Comissão Europeia «agarrar o desafio» de Draghi e publica em janeiro a sua Bússola para a Competitividade, um calendário para a implementação de algumas das suas principais propostas.

### Os planos da Alemanha e da França no âmbito da NGEU

O NGEU, com uma dotação de mais de 800.000 milhões de euros entre 2021 e 2026, é o maior programa de estímulo à economia europeia das últimas décadas. Numa primeira fase, centrou-se na ajuda às economias mais vulneráveis e afetadas pela COVID-19, através do apoio a mudanças estruturais e a projetos relacionados com a transição ecológica e digital, muito em linha com as recomendações posteriores do relatório Draghi.<sup>1</sup> Os NGEU foram impulsionados pela Alemanha e pela França, que, com uma posição económica mais robusta, avançaram e criaram os seus próprios planos nacionais de estímulo económico no rescaldo da pandemia. Subsequentemente, algumas das medidas incorporadas nos planos nacionais deram forma aos respetivos planos futuros de recuperação e resiliência (PRR), que foram desenvolvidos no âmbito do NGEU. Como resultado, estes fundos financiam apenas uma parte do montante total dos seus planos nacionais: menos de 20% no caso da Alemanha e 40% no caso da França. Este facto contrasta com a Itália e a Espanha, cujos planos nacionais de recuperação eram os PRR, concebidos para corresponder ao volume de fundos do NGEU disponíveis.<sup>2</sup>

**Montante dos planos de reforma elaborados**  
(% do PIB de cada país em 2023)



**Nota:** Dados dos EUA representam o limite máximo estimado para o programa IRA e o Chips Act. Para mais informações, consultar a secção EUA neste mesmo Dossier.  
**Fonte:** BPI Research, com base em dados da AMECO, do Parlamento Europeu, do CBO e da Goldman Sachs.

A França lançou em setembro de 2020 o chamado *France Relance*, um pacote de medidas no valor de 100.000 milhões de euros (3,5% do PIB em 2023) a aplicar até 2030. O plano foi concebido

em torno de três eixos, entre os quais os fundos são atribuídos de forma equitativa. O primeiro consiste em fazer avançar a transição energética. O segundo consiste em reforçar a soberania industrial do país, a fim de o tornar mais independente e melhorar a sua competitividade. O terceiro é melhorar a formação e o emprego, com ênfase na formação dos jovens.

Já a Alemanha anunciou, em junho de 2020, um programa de estímulo de 130.000 milhões de euros (3,1% do PIB em 2023), dos quais quase 40% se destinavam a financiar medidas no domínio da transformação ecológica e digital (outros pilares do programa seriam reduções temporárias do IVA, ajudas aos municípios e subsídios às famílias). Em março de 2021, criou o *German Future Fund*, um fundo dotado com 10.000 milhões de euros para os seguintes 10 anos dirigidos, fundamentalmente, a financiar *startups* em fase de crescimento com necessidades de capital elevada, e que pode chegar a mobilizar até 50.000 milhões de euros, segundo estimativas do próprio Ministério das Finanças alemão, graças à participação de outros agentes, tantos públicos como privados, e ao uso de diversos instrumentos financeiros já existentes.

O investimento público em capital fixo parece estar a refletir o impacto destes planos. Consequentemente, em França, o seu crescimento médio anual entre 2000 e 2019 foi inferior a 3,0%, enquanto que, desde 2020, aumentou para 4,7%. Na Alemanha observa-se um impacto maior, pois passou de um crescimento médio de 2,8% no período 2000-2019 para 6,0% em média a partir de 2020.

1. Ver artigo «Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas», no IM10/2024.  
2. Ver o artigo «Fundos NGEU: qual é o estado de implementação a nível europeu?» neste Dossier.



## O plano de Draghi visa consolidar o modelo do NGEU

O plano NGEU procura melhorar a coesão e acelerar a convergência económica entre os Estados-Membros, com destaque para a transição energética e a digitalização. Financiado através de uma emissão de dívida conjunta, abre um precedente importante. O relatório Draghi<sup>3</sup> recomenda que se vá além do Next Generation EU, propondo um mecanismo semelhante para financiar parte dos 800.000 milhões de euros por ano que o plano pretende mobilizar (quase 5,0% do PIB da UE) em setores-chave como os semicondutores, a IA, a defesa, a energia e as telecomunicações, com 80% de investimento privado e 20% público. Propõe também mais ajuda para reduzir as desvantagens automóveis e tecnológicas em relação à China.

No início de 2025, a UE apresentou a Bússola para a Competitividade, que visa implementar as principais recomendações do relatório Draghi<sup>3</sup> nos próximos cinco anos. O plano tem três pilares: inovação, descarbonização competitiva e segurança económica. Para tal, define cinco estratégias-chave: simplificar a regulamentação, integrar o mercado único, reforçar o financiamento com novos produtos de poupança-investimento, melhorar as competências profissionais e coordenar os instrumentos europeus. É positivo notar que alguns dos elementos que, em princípio, geram maior consenso entre os países membros (simplificação regulatória e redução do custo da energia) encabeçam o calendário de medidas a implementar e, de facto, no final de fevereiro foram anunciadas as primeiras iniciativas (que agora precisam de ser discutidas e aprovadas no Conselho e no Parlamento Europeu). Contudo, os aspetos relevantes da redução da fragmentação do mercado interno foram adiados para o início do próximo ano e faltam pormenores sobre a forma como estes esforços serão financiados.

## Futuros desafios

Os fundos do NGEU e os planos nacionais da França e da Alemanha fazem parte de um processo de transformação necessário no contexto de mudanças globais. Para reforçar a sua autonomia estratégica, a Europa procura diversificar as relações comerciais e promover políticas industriais que reduzam a sua dependência de atores externos.

Porém, a nova administração Trump está a acelerar uma mudança estrutural na geopolítica mundial. A Europa será obrigada a aumentar as suas despesas com a defesa para reduzir a sua dependência dos EUA em matéria de segurança, o que exercerá uma pressão suplementar sobre as contas públicas num contexto de consolidação orçamental.<sup>4</sup> O desafio consiste em conciliar esta necessidade com o desenvolvimento de outras áreas fundamentais, como a transição energética e uma nova política industrial, que já estavam a ser promovidas através do NGEU. A Bússola para a Competitividade estabelece um calendário para estas etapas, embora o atual contexto geopolítico possa levar a uma mudança de prioridades e algumas delas, como a conceção de uma nova política de defesa da UE, possam enfrentar negociações muito complexas para chegar a um consenso.

3. *A Competitiveness Compass for the EU*: [https://commission.europa.eu/document/download/10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34\\_en](https://commission.europa.eu/document/download/10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en)

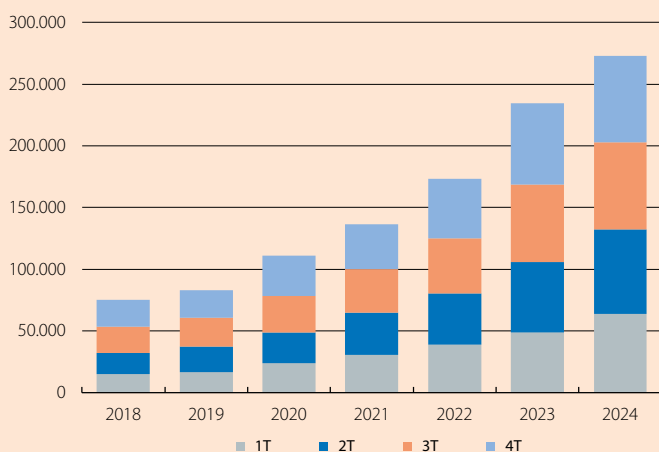
4. Neste sentido, foi aberto um debate na UE para excluir as despesas com a defesa do cálculo do défice orçamental ao abrigo das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Está também a ser considerada a possibilidade de afetar à defesa os fundos não utilizados do NGEU.

## EUA: um modelo de transformação económica muito diferente do europeu

Nos últimos anos, foram lançados dois grandes planos de investimento económico e de modernização, o que representa um modelo muito diferente do europeu por conter uma abordagem mais protecionista. Estes esforços transformadores em matéria de energia e tecnologia não resultaram da necessidade de impulsionar a economia pós-COVID, tal como na Zona Euro com fundos do NGEU, mas da necessidade de reforçar a autonomia e a posição estratégica dos EUA. Assim, surgiu o programa *Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors* (em inglês, o CHIPS Act), que visa reduzir a dependência da Ásia em relação à produção de semicondutores, e o *Inflation Reduction Act* (IRA, na sigla em inglês), com vista a acelerar a transição energética na sequência do choque energético mundial de 2022. Ambos os programas são parcialmente canalizados através de apoio direto, à semelhança dos fundos do NGEU, mas também, em grande medida, através de incentivos fiscais que não exigem despesa direta do Governo federal, incentivos que praticamente não estão presentes nos planos de investimento europeus. O valor total destes planos é de cerca de 4,5% do PIB dos EUA, semelhante ao peso do NGEU na UE.

### EUA: investimentos em tecnologias limpas

(Milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do MIT Clean Investment Monitor e do Rhodium Group.

são o principal canal, até dois terços do esforço total, através do qual o IRA opera,<sup>1</sup> oferecendo créditos fiscais às famílias e às empresas para investimentos em energias renováveis, automóveis elétricos e eficiência energética,<sup>2</sup> em vigor até 2032. O custo total do programa é incerto, com estimativas iniciais do CBO e do *Joint Committee for Taxation* do Congresso no valor de 271.000 milhões de dólares em créditos fiscais (quase 1,2% do PIB), mas poderá atingir 1 bilhão de dólares (4,3% do PIB) ao longo do período de 10 anos do programa. O resto do IRA é complementado por investimentos diretos financiados através de subvenções e empréstimos, estimados num montante adicional de 140.000 milhões de dólares (0,5% do PIB).

A vigência do IRA é ainda curta para poder estimar o seu efeito no crescimento e na capacidade produtiva dos EUA a longo prazo. No entanto, dispomos de uma série de dados que sugerem que a aplicação foi, por enquanto, bem sucedida. Por exemplo, recorrendo a agregados de declarações fiscais de famílias em 2023, o IRS (o equivalente à Autoridade Tributária em Portugal) informou que mais de três milhões e meio de famílias solicitaram algum crédito IRA, poupando-lhes 8.400 milhões de dólares. Na mesma linha, o IRS comunicou em junho último que, só no primeiro semestre de 2024, graças às deduções previstas no IRA, os consumidores terão poupado quase 1.000 milhões de dólares em mais de 150.000 aquisições de automóveis elétricos. Com efeito, desde a implementação da IRA, só em 2023, as vendas de automóveis elétricos aumentaram 50%.

1. Vejam-se as estimativas do CBO: «Estimated Budgetary Effects of Public Law 117-169, to Provide for Reconciliation Pursuant to Title II of S. Con. Res. 14».

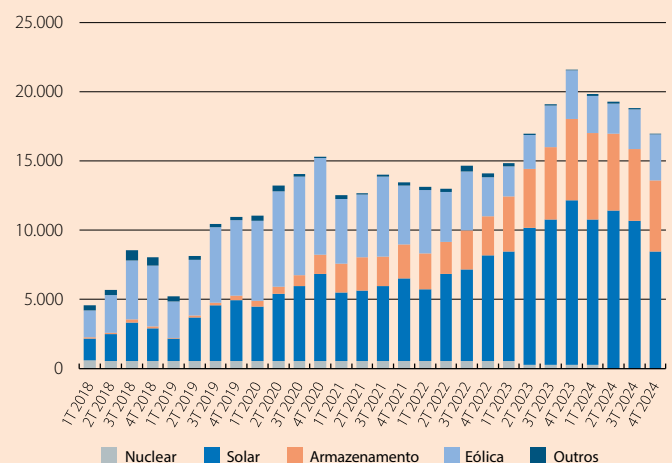
2. Inclui produção para armazenamento de energia, captação de carbono, produção de energia nuclear, transportes sustentáveis (biodiesel) e instalações de produção de energias renováveis (por exemplo, energia eólica, solar e hidráulica). Para as famílias, inclui a instalação de painéis solares, o armazenamento de baterias e o aquecimento de água com energia solar, entre outros.

### Os EUA centram-se nos semicondutores e na transição energética com o selo *Made in America*

O IRA é o maior programa federal de resposta as alterações climáticas nos EUA, assinado em 2022. Procura acelerar a transição para uma economia verde, criar emprego e impulsionar o crescimento económico através de empréstimos, incentivos fiscais e apoio direto no setor da energia. Os incentivos fiscais

### EUA: investimento em energia

(Milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do MIT Clean Investment Monitor e do Rhodium Group.

Outros dados recolhidos a partir do MIT Clean Investment Monitor<sup>3</sup> revelam um aumento significativo dos investimentos ecológicos nos últimos três anos. Entre 2022 e 2024, os investimentos atingiram 683.000 milhões de dólares, o que representa um aumento de mais de 150% em comparação com os realizados entre 2018 e 2021. Embora o aumento dos investimentos tenha sido significativo, desde 2022, a percentagem de eletricidade produzida a partir de energias renováveis só aumentou 2 p. p. para 22% (embora esse nível seja 10 p. p. mais elevado do que em 2014).<sup>4</sup> O segmento em que são visíveis os resultados mais notáveis é o dos automóveis elétricos: em 2024, os investimentos atingiram 91.000 milhões de dólares e as vendas de automóveis elétricos (incluindo híbridos) representaram 21% do total das vendas de automóveis (em comparação com menos de 10% em 2021).<sup>5</sup>

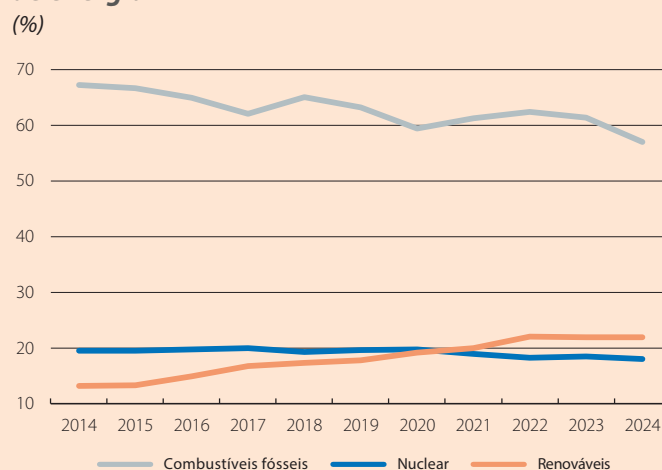
O CHIPS Act, assinado em agosto de 2022, procura reforçar as cadeias de abastecimento de semicondutores nos EUA. A lei afetou 53.000 milhões de dólares (0,23% do PIB) à produção e à investigação e desenvolvimento de semicondutores no país, principalmente sob a forma de subvenções.<sup>6</sup> Até agora, mais de 38.000 milhões de dólares foram alocados a 48 projetos em 23 Estados, gerando mais de 115.000 postos de trabalho. A tendência protecionista do CHIPS Act é transmitida através da proibição de as empresas participantes expandirem o fabrico de semicondutores para a China e para países considerados uma ameaça para a segurança dos EUA. Acrescenta igualmente um incentivo de crédito fiscal até 25% para investimentos especializados no fabrico de equipamentos necessários no processo de fabrico de semicondutores totalmente desenvolvidos em território dos EUA.

### Futuros desafios

O IRA e o CHIPS Act fazem parte de um processo de transformação económica, necessário no contexto das alterações no equilíbrio de poder global que ocorreram nos últimos anos. Deste modo, deve-se enfrentar a concorrência de novos intervenientes em domínios fundamentais em que tradicionalmente têm um papel hegemónico, como a China.

Os primeiros dias de Trump no cargo deixaram claro que o protecionismo vai aumentar durante a sua administração. Assim, enquanto o CHIPS Act parece adaptar-se às políticas da Casa Branca, o IRA está mais ameaçado. A transição energética não é uma prioridade na sua agenda e procurará efetivamente, tanto quanto possível, aumentar a produção de energia fóssil. No entanto, revogar o IRA não será uma tarefa simples. Em primeiro lugar, porque foi assinado sob forma de lei, o que significa que necessitará do apoio das duas câmaras do Congresso para tal acontecer. Isso parece pouco provável considerando que a maioria dos investimentos foi realizada nos Estados do Sul e dos Grandes Lagos – estados tradicionalmente do Partido Republicano. Parece mais provável a anulação de certas disposições da Lei ou que a Casa Branca coloque «entraves» que dificultem a sua aplicação: por exemplo, atrasando a libertação de fundos e aprovações ou dificultando o acesso à informação.<sup>7</sup>

### EUA: produção líquida de eletricidade por fonte de energia



Fonte: BPI Research, a partir de dados da US Energy Information Administration.

3. Veja-se o Clean Investment Monitor do MIT.

4. U.S. Energy Information Administration (2024). «Electric Power Monthly». Washington, D.C.: U.S. Department of Energy.

5. U.S. Energy Information Administration (2024). «U.S. share of electric and hybrid vehicle sales reached a record in the third quarter». Washington, D.C.: U.S. Department of Energy. Publicado em 04/12/2024.

6. Dos 53.000 milhões de dólares, 39.000 milhões destinam-se a um programa de assistência financeira – também designado Fundo CHIPS para a América – gerido pelo Departamento de Comércio dos para construir e expandir instalações de fabrico. O resto será utilizado para incentivar o ecossistema de produção nacional, incluindo a investigação e o desenvolvimento.

7. No encerramento desta publicação, a Casa Branca eliminou a página oficial do IRA e esta só é acessível através do Arquivo presidencial da Administração Biden, *Inflation Reduction Act Guidebook* | *Clean Energy* | *The White House*, e não pode ser atualizada.

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)

### INFORMAÇÃO MENSAL

**Análise clara, ordenada e rigorosa da situação económica portuguesa, espanhola, europeia e mundial, bem como da evolução dos mercados financeiros, com artigos especializados das questões chave da atualidade económica e financeira.**

**Contém também previsões sobre o crescimento do PIB e inflação em países desenvolvidos e emergentes, previsões de taxas de juro, taxas de câmbio e matérias primas.**

### DAILY REPORT

Comentário sintético ao comportamento dos mercados financeiros internacionais, principais oscilações das taxas de juro, taxas de câmbio, *commodities* e índices bolsistas.

### PULSO ECONÓMICO

Publicação semanal contendo uma análise sucinta aos indicadores económicos e factos relevantes nas principais economias, com destaque para a economia portuguesa, espanhola e europeias. Comentário aos fatores de relevo nos mercados financeiros internacionais, reuniões de bancos centrais nos principais blocos, preços de *commodities* e mercados de ações.

### NOTAS BREVES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário), espanhola e europeia; breve comentário aos principais eventos de política monetária (FED e BCE).

### FLASH NOTES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário) (apenas disponível em inglês).

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

Caracterização económica, financeira e política, sintética e clara, dos principais países parceiros comerciais e de investimento das empresas portuguesas. Análise sucinta dos principais aspetos económico e financeiros, e previsões económicas para o triénio.



O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (DF-EEF), que contém informações e opiniões procedentes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento tem um objetivo meramente informativo, pelo que o CaixaBank e o BPI não se responsabilizam, em nenhum caso, pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são do CaixaBank e do BPI e podem sofrer alterações sem notificação prévia.

É permitida a reprodução parcial do *Informação Mensal* sempre que a fonte for citada de forma adequada e uma cópia seja enviada ao editor.

© Banco BPI, S.A., 2025

© CaixaBank, S.A., 2025

Design e produção: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

