

IM02

INFORMAÇÃO MENSAL
FEVEREIRO 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

A China e o aprovisionamento de matérias-primas: estratégia ou crescimento?

ECONOMIA INTERNACIONAL

Medindo a margem de manobra fiscal de Trump 2.0

ECONOMIA ESPANHOLA

Estratégia do Tesouro 2025 na ótica de redução do défice público espanhol

Novas previsões para o setor imobiliário espanhol: o ciclo ascendente consolida-se em 2025

ECONOMIA PORTUGUESA

População, imigração e tendências

As contas económicas da agricultura em 2024

Preços Agroalimentares: do produtor ao consumidor e da pressão à acalmia

INFORMAÇÃO MENSAL

Fevereiro 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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

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

Adrià Morron Salmeron

e Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

6 de fevereiro de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A China e o aprovisionamento de matérias-primas: estratégia ou crescimento?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Medindo a margem de manobra fiscal de Trump 2.0*

18 ECONOMIA PORTUGUESA

20 *População, imigração e tendências*

22 *As contas económicas da agricultura em 2024*

25 *Preços Agroalimentares: do produtor ao consumidor e da pressão à acalmia*

28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *Estratégia do Tesouro 2025 na ótica de redução do défice público espanhol*

32 *Novas previsões para o setor imobiliário espanhol: o ciclo ascendente consolida-se em 2025*

Agenda Trump: uma questão de equilíbrio

As primeiras semanas de Trump na Casa Branca têm sido um «*totum revolutum*» de medidas, com implicações difíceis de quantificar em termos económicos e financeiros, já que em alguns casos os instrumentos de política económica (tarifas) estão a ser utilizados como ferramenta de política externa, dificultando a antecipação do objetivo final prosseguido e a dinâmica de ajustamento das variáveis económicas. Face às dificuldades para filtrar o elevado ruído existente, os mercados financeiros mantêm uma atitude cautelosa, antecipando que, a curto prazo, não haverá alterações excessivas nas tendências de crescimento (a desregulamentação e a redução de impostos compensarão as tarifas e as restrições à imigração no mercado de trabalho) e que o preço a pagar em termos de inflação será moderado. Isto implica confiar no papel estabilizador dos próprios mercados («*bond vigilantes*») e no contrapeso da Reserva Federal, bem como na flexibilidade da oferta mundial para se adaptar às novas restrições que surgirão ao longo do caminho. O paradoxo é que as mudanças estão a ser lideradas precisamente pelo país com o melhor desempenho económico pós-pandemia, graças a uma combinação de políticas económicas (fiscal, monetária e industrial) mais bem-sucedida do que noutras regiões do mundo e ao efeito positivo da imigração no mercado de trabalho. A «nova» visão do comércio como um jogo de soma nula pode agravar as divergências económicas e monetárias a nível mundial e desequilibrar a aterra-gem ordenada do ciclo económico mundial após os choques dos últimos anos.

Portanto, a principal ameaça para os cenários económicos nos próximos meses é um novo choque de oferta, desta vez desencadeado pelo início de uma guerra comercial, cuja intensidade desconhecemos de momento. O que temos em cima da mesa, para já, é um aumento («congelado» durante um mês) de 25 p. p. na tarifa sobre as importações americanas provenientes do México e do Canadá, mais 10 p. p. adicionais já em vigor sobre os produtos provenientes da China, ao que o país asiático respondeu de forma comedida, com uma tarifa de 10%/15% sobre produtos energéticos e automóveis (afetando apenas 20.000 milhões de dólares de exportações americanas), entre outras medidas (limitações ao comércio de terras raras, etc.). Dentro da estratégia de negociação americana, é lógico pensar que, no caso do México e do Canadá, estamos a falar de uma tarifa máxima que pode ser reduzida e, ao contrário, no caso da China. Enquanto se aguardam as medidas a serem aplicadas à Europa e ao resto do mundo, e se anteciparmos que a tarifa média americana suba dos atuais 2,4% para 10% (o que seria um máximo de mais de seis décadas), o efeito sobre o crescimento seria inferior a cinco décimas para a UE (cinco ou seis vezes mais para o Canadá e o México).

No entanto, a incerteza quanto ao impacto na atividade continua a ser muito elevada, pois é necessário ter em conta a evolução da taxa de câmbio, a disponibilidade dos consumidores para pagarem mais por determinados produtos, a possibilidade de o comércio ser desviado para outras zonas geográficas, os efeitos sobre as expectativas dos agentes económicos e, muito importante, a adoção de medidas equivalentes pelos países afetados. Para não falar das consequências do desmantelamento de cadeias de valor tão eficientes como as que existem entre os EUA, o Canadá e o México. Menos dúvidas existem quanto aos efeitos sobre a inflação, que serão claramente negativos nos EUA e muito diluídos na Europa, devido à debilidade do ciclo económico e ao excesso de oferta mundial que pode procurar acomodação nos mercados europeus. Isto implicaria um alargamento do diferencial de taxas de juro dos dois lados do Atlântico e a possibilidade de uma rutura da paridade da taxa de câmbio EUR/USD. São, precisamente, o comportamento do dólar e das taxas de juro de longo prazo nos EUA, as variáveis que poderão moderar as tentações de reação excessiva por parte das autoridades americanas, num contexto em que as políticas migratórias poderão ter um impacto na oferta do mercado de trabalho americano mais cedo do que o esperado. Sem esquecer o elefante na sala que é a política fiscal, da qual pouco se falou até agora, para além de alguns cortes de despesas em agências federais, como a que se dedica à ajuda ao desenvolvimento. Isto mostra, mais uma vez, que a parte mais fraca da cadeia no processo de transformação da economia mundial será a dos países de baixo rendimento.

Em suma, estamos a assistir a uma aceleração da reconfiguração da ordem económica mundial que já estava em curso antes da pandemia e, neste processo de transição, vamos ter vencedores e vencidos. Em termos macroeconómicos, este processo de ajustamento pode ser ordenado, mas não é fácil passar dos antigos para os novos equilíbrios sem algum susto pelo caminho, sobretudo quando palavras como cooperação, coordenação ou multilateralismo parecem ter caído em desuso. Talvez seja exagerado afirmar, como Martin Wolf, que o aumento das tarifas aduaneiras vai mudar o mundo, porque anúncios como os avanços da IA por parte da DeepSeek (estimulados precisamente por restrições à exportação) têm um potencial transformador muito maior do que algo tão antigo como o mercantilismo, mas pelo menos é um sinal de onde os ventos vão soprar a curto prazo. Temos, portanto, que navegar numa economia em transformação, sujeita a choques muito mais numerosos, à medida que os avanços da IA se disseminam pela economia, permitindo um salto de produtividade. A chave é que o ajustamento se efetue rapidamente e de forma equilibrada.

José Ramón Díez
Fevereiro 2025

Cronologia

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.

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%.

AGOSTO 2024

- 1-5 Forte turbulência nos mercados financeiros, em resultado da decisão do Banco do Japão e de dados sobre o emprego nos EUA em julho piores do que o previsto.
- 12 A OPEP revê ligeiramente em baixa a procura de petróleo em 2024 e 2025, principalmente devido ao abrandamento do consumo na China.
- 23 A Fed começará a reduzir as taxas de juro em setembro, conforme declarou Powell em Jackson Hole.

Agenda

FEVEREIRO 2025

- 3 Zona Euro: estimativa do IPC (janeiro).
- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 5 Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 7 Espanha: produção industrial (dezembro).
- 10 Portugal: comércio internacional (dezembro).
- 14 Portugal: remuneração média mensal bruta por trabalhador (4T).
- 17 Japão: PIB (4T).
Espanha: comércio externo (dezembro).
- 18 Portugal: índice de preços na produção industrial (janeiro).
- 24 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).
- 27 Espanha: estimativa do IPC (fevereiro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 28 Espanha: balança de pagamentos (dezembro).
Portugal: detalhe do PIB (4T).
Portugal: estimativa do IPC (fevereiro).

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: estimativa do PIB (4T).
Portugal: detalhe do PIB (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).

Lastro para um bom 2025

Nas últimas semanas foram conhecidos alguns dos resultados económicos de 2024 relativamente às principais variáveis macro. A mais abrangente, e por isso mais escrutinada, é a taxa de crescimento da economia, que acabou por se comportar melhor do que o esperado. Mas nas outras vertentes também houve boas notícias. A inflação aproximou-se mais da fasquia dos 2%, o mercado de trabalho manteve-se robusto, e até o saldo orçamental se prepara para confirmar um novo excedente. Tudo notícias positivas num mundo e num contexto global cada vez mais complexo e que se pode tornar rapidamente adverso. 2025 começa, assim, com um bom lastro.

Começando pelo PIB, variável mais abrangente que traduz toda a riqueza gerada na economia pelos residentes durante o ano, este acabou por se expandir 1,9%. Para termos o contexto, em abril/maio do ano passado, a Comissão Europeia antecipava um crescimento de apenas 1,2%, a EIU previa 1,3% e o Governo 1,5%. Nós próprios, no início de 2024, chegámos a prever uma expansão de apenas 1,6%. A economia acabou por surpreender no 4T, expandindo 1,5% no período e 2,7% em termos homólogos, confirmando a trajetória de menos para mais (o ano começara com um crescimento de, apenas, 1,4%).

Apesar de não termos ainda o detalhe, segundo a explicação do INE, a força da procura interna, com destaque para o consumo privado, deverá ter sido uma constante ao longo do ano; o investimento terá desacelerado por comparação com o ano anterior; e a procura externa líquida contribuiu negativamente, pelo maior crescimento das importações, embora as exportações devam também ter registado um comportamento favorável apesar da fraqueza de alguns parceiros importantes (a Alemanha, por exemplo, que registou queda do PIB pelo segundo ano consecutivo). Uma expansão que se pode caracterizar como saudável. Senão vejamos: comparativamente a 2019, a atividade estará cerca de 8% acima (em termos reais), o mesmo que o consumo privado e os gastos públicos, enquanto quer as exportações quer o investimento superam esta fasquia, com um acréscimo de cerca de 15%. Uma expansão muito assente, por isso, em exportações e investimento.

O bom comportamento em 2024 significa que, por construção, teremos um impulso na taxa de crescimento anual de 2025 de 1,3%, o designado efeito de *carry* ou arrastamento (seria de cerca de 0,6 p. p. se a nossa previsão de 1,7% se tivesse confirmado). Ora isto traduzir-se-á, muito possivelmente, na revisão em alta da expectativa de crescimento para 2025. Podemos, pois, afirmar com mais certeza que a economia vai expandir acima da UE e acima de 2% em 2025.

Entretanto, a taxa de inflação situou-se, em termos médios, em 2,4%, em linha com as previsões do BPI Research. Apesar da descida face ao ano anterior (em 2023 fora 4,3%) é notória a dificuldade de avançar nesta última milha de desaceleração dos preços em direção aos 2%. Efetivamente tivemos um mínimo de 1,8% em agosto, mas a taxa de inflação terminou o ano em 3%. Para isto contribuiu a oscilação dos preços mais voláteis, nomeadamente os combustíveis e a energia como um todo (Índice energético registou inflação média de 3,2% em 2024), com efeitos de base importantes, e atualizações de alguns preços regulados, para além da resistência dos preços dos serviços (aumentaram em média 4,3% em 2024, apenas menos 0,3 p. p. que em 2023). Em particular as Comunicações (preços aumentaram 5,9%, em média) e Restaurantes e Hotéis (aumento de 4,8%), justificam esta lentidão. Em 2025 esperamos que ocorra mais um passo no sentido da convergência para o objetivo do banco central, devendo para isso contribuir a esperada contenção nos preços das *commodities* e bens alimentares, assim como a desaceleração nos acordos salariais, dado que já foi reposta a perda do poder de compra registada nos anos de maior inflação.

Finalmente, de referir a taxa de desemprego, que terminou 2024 no patamar de 6,4%, menos uma décima que as previsões do BPI Research, perante a ligeira maior criação de emprego que esperávamos. Atendendo à persistência de falta de mão de obra em alguns setores e à expectativa de que a economia mantenha um bom ritmo de expansão, antecipamos que a taxa de desemprego persista em torno dos 6,4%. Neste capítulo destacamos a nossa análise sobre demografia em Portugal, de onde se retiram alguns dados relevantes para um contexto futuro. Notamos, em particular, que a população estrangeira já atinge os 10% da população residente, sendo em média, mais qualificada. Uma característica importante para potenciar o crescimento económico futuro.

E, por último, mas não menos relevante, as contas públicas terminaram o ano com uma performance que aponta para que se tenha registado mais um excedente orçamental, que possivelmente será mesmo superior à expectativa oficial (0,4%). Um bom ponto de partida para 2025 e para assegurar custos de financiamento no exterior entre os mais baixos dos países da Zona Euro, sobretudo num contexto em que o tema do financiamento do Estado no mercado poderá regressar como um dos mais desafiantes.

Paula Carvalho
Lisboa, 6 de fevereiro

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,00	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,07	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,10	3,15
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,35	3,38
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	3,80	3,90
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	2,01	2,01
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	2,04	2,04
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,06	2,07
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,12	2,12
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,18	2,16
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	2,05	2,00
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,00	2,15
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,32	2,39
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,41	2,53
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	2,80	2,95
Prémio de risco	11	164	85	98	68	80	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,53	2,63
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,56	2,71
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,75	2,95
Prémio de risco	19	314	82	63	46	75	80
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,00	1,04
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,86	0,83
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETRÓLEO							
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	69,9	73,5	66,5

Previsões

Varição 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
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,4	3,3	2,4	3,3	3,2	3,1	3,2
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,5	1,7	1,8	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,9	1,8
Zona Euro	2,3	0,8	1,2	0,5	0,7	1,3	1,8
Alemanha	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,7	1,5
França	2,3	1,0	0,6	1,1	1,1	1,2	1,6
Itália	1,5	-0,3	1,5	0,8	0,5	1,0	1,5
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,5	1,9	2,3	2,2
Espanha	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,3	2,1
Japão	1,4	0,4	-0,2	1,9	0,8	1,0	1,0
Reino Unido	2,7	1,2	0,9	0,1	1,1	1,0	1,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,4	4,9	3,1	4,4	4,1	4,0	4,1
China	10,6	8,0	4,5	5,3	5,0	4,0	3,9
Índia	7,2	6,7	3,6	7,7	6,6	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	2,9	2,1	2,9
Polónia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,9	3,6	3,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,7	5,6	6,8	5,8	4,5	3,8
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,2	2,1
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,0	2,0
Zona Euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,2	2,0
Alemanha	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,2	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	2,0	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	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	2,3	2,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,7	5,5	7,0	8,3	7,9	5,9	4,7
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	1,4	1,4
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	3,4

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
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,5	1,2	2,0	2,2	1,7	2,2
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,3	2,0	0,6	1,0	0,8	0,8
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	2,9	3,6	1,3	5,7	5,9
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	1,8	2,3	2,7
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	3,6	3,5	4,2	5,0	5,2
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	4,0	1,7	4,6	5,0	6,3
Produto interno bruto	1,5	0,4	1,5	2,5	1,9	2,3	2,2
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	1,3	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	2,1	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,0	1,4	1,2	1,4	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,2	2,7	2,8	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
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	2,5	2,3
Consumo das Adm. Públicas	4,5	0,9	2,6	5,2	4,9	1,6	1,2
Formação bruta de capital fixo	5,7	-1,2	-1,0	2,1	2,3	3,4	3,0
Bens de equipamento	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,3	4,3	3,3
Construção	5,7	-2,6	-1,9	3,0	2,6	3,0	2,8
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,7	2,8	2,4	2,1
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	2,8	2,9	2,3	2,1
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	2,5	0,3	2,0	2,8	2,3
Produto interno bruto	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,3	2,1
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,1	1,8
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	11,2	10,8
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	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,1	3,1	3,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,1	0,2	1,3	3,6	4,1	4,1	4,2
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,0	-2,6	-2,3

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

Previsões

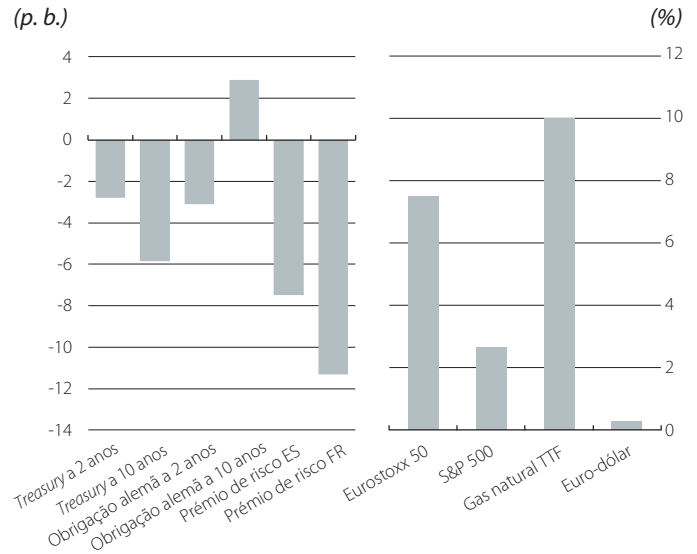
Altos e baixos nos mercados financeiros

Um mês de altos e baixos em quase todos os segmentos do mercado. 2025 começou com um mês de contrastes: por um lado, houve bancos centrais que atuaram em linha com as expectativas (corte de juros do BCE em 25 p. b., sem mudanças por parte da Fed), conferindo estabilidade ao mercado. Relativamente a outros ativos, no entanto, diversos fatores agitaram o mercado: a dívida soberana e as moedas apresentaram subidas e descidas, causadas tanto pela gradual descida da inflação na Zona Euro e nos EUA como pelos primeiros movimentos da Administração Trump em matéria de política económica. Nos mercados acionistas, o avanço tecnológico chinês no domínio da inteligência artificial, com o DeepSeek, causou correções intensas no preço das empresas tecnológicas de todo o Ocidente, se bem que, em muitos casos, foram passageiras. Por seu turno, no mercado das matérias-primas, os preços do gás natural europeu e dos metais preciosos subiram acentuadamente. Com tudo isto, o início do ano exemplifica como os riscos políticos e geoeconómicos podem continuar a orientar o mercado.

A política monetária cumpre as expectativas em janeiro. Assim, o BCE fixou a taxa de juro *depo* em 2,75%, com a quinta descida de 25 p. b. desde junho passado. Embora continue a manter o nível das taxas de juro em terreno restritivo, Lagarde mostrou-se confiante de que os juros continuarão a descer. As implícitas do mercado monetário apontam para um novo corte de 25 p. b. em março e estimam que a taxa *depo* estabilize entre 1,75% e 2,00% no segundo semestre de 2025. Por seu turno, a Fed manteve os juros inalterados (*fed funds* no intervalo 4,25% - 4,50%) e Powell indicou que não havia pressa para reduzir os juros e que seria preferível esperar para avaliar o impacto das medidas económicas de Trump. Com isto, as implícitas do mercado monetário apontam para que a Fed acabe por colocar as taxas em cerca de 4,00% até finais de 2025, o que implicaria entre um e dois cortes de 25 p. b. ao longo do ano. O Banco do Japão, por outro lado, aumentou a taxa de juro em 25 p. b. (a taxa de referência está agora fixada em 0,50%) e reviu em alta as suas previsões de inflação. Além disso, nas últimas semanas, vários responsáveis do banco mostraram-se dispostos a continuar a aumentar as taxas de juro, com a perspetiva de que a inflação abandone a debilidade das últimas décadas de forma mais sustentada.

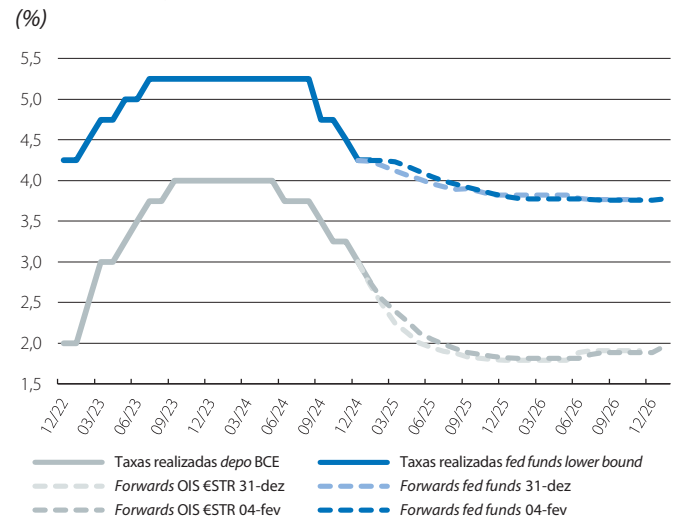
A dívida soberana procura direção. As taxas soberanas começaram o ano dando seguimento à subida iniciada em dezembro, especialmente nos prazos mais longos, devido às perspetivas de maior incerteza económica no futuro. Esta tendência inverteu-se em meados do mês, após a publicação de dados sobre a inflação norte-americana melhores do que o esperado na rubrica principal, e até à última semana, quando a retórica protecionista da Administração Trump se intensificou. Os anúncios referentes às tarifas dos EUA levaram à descida das taxas de juro soberanas, tanto nos EUA como na Zona Euro. Além dis-

Desempenho mensal dos principais ativos financeiros



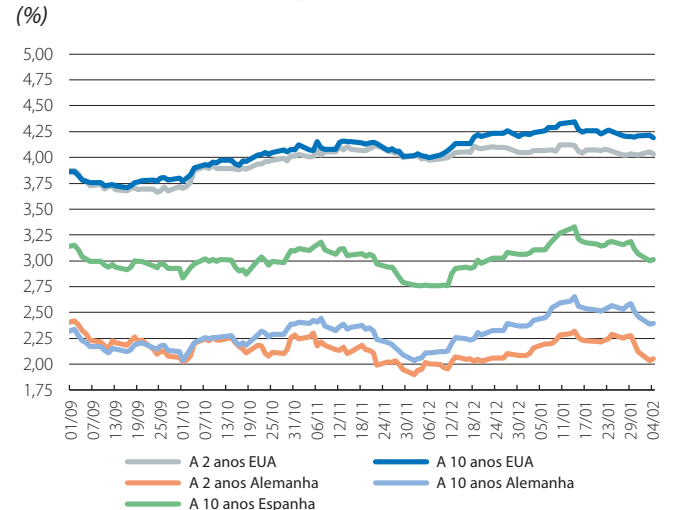
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expectativas do mercado relativamente às taxas de intervenção



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

Evolução das taxas de juro soberanas



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

so, os prémios de risco soberano na periferia diminuíram, com o francês apresentar algumas melhorias (após o Ecofin subscrever as recomendações fiscais da Comissão). Perante este comportamento, as taxas de juro soberanas japonesas recuperaram no contexto das subidas de juros do banco central, ao passo que a dívida britânica – cuja referência a 10 anos atingiu máximos desde 2008 – registou descidas no mês, mais intensas nos prazos mais curtos, perante a falta de dinamismo dos dados económicos e a moderação da inflação subjacente.

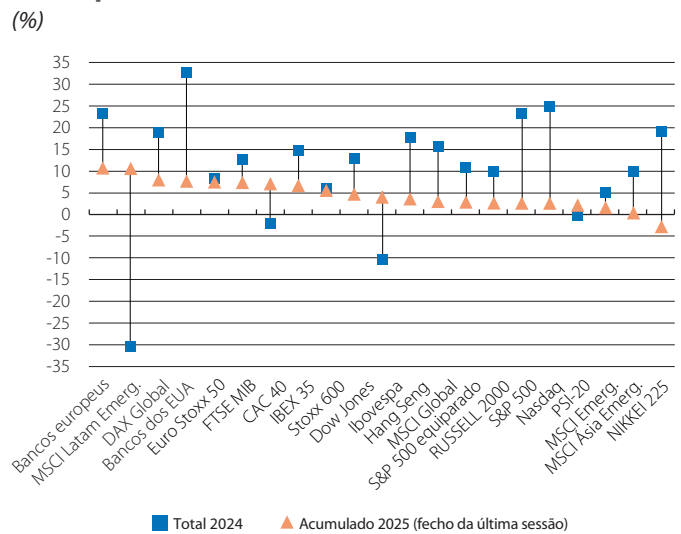
Os mercados acionistas das economias desenvolvidas registaram um mês de ganhos generalizados, apesar do DeepSeek.

Os índices europeus lideraram os ganhos, com o DAX alemão, o CAC francês e o IBEX espanhol à cabeça. No entanto, as subidas das bolsas não foram lineares e o final do mês foi marcado por descidas generalizadas e expressivas no setor tecnológico em todo o Ocidente, após o lançamento do DeepSeek, arrastando os índices gerais devido à grande capitalização do setor. Contudo, estas descidas foram moderadas na maioria das empresas, após os investidores reavaliarem o impacto desta inovação nos lucros futuros. As bolsas emergentes latino-americanas também registaram ganhos, com destaque para a bolsa brasileira, com os investidores a terem uma visão mais positiva relativamente às perspetivas fiscais do país desde o anúncio dos cortes da despesa pública no final de 2024.

Aumenta a volatilidade entre as moedas, um ativo particularmente exposto à escalada protecionista. O dólar terminou o mês praticamente estável, embora com algum movimento, em linha com o desempenho das taxas soberanas e por motivos análogos. Também o euro teve uma evolução semelhante à do dólar, com uma certa flutuação ao sabor da maior ou menor perceção de risco de que os EUA imponham tarifas à UE. Por seu turno, o iene valorizou claramente face ao dólar, sustentado pelas expetativas de subidas das taxas de juro pelo Banco do Japão. Entre as moedas emergentes, de realçar a valorização do real brasileiro, num contexto de recuperação dos diferentes ativos financeiros do Brasil. Por outro lado, o peso mexicano e o dólar canadiano, que evoluíram praticamente em paralelo durante o mês, desceram (especialmente o peso) após o anúncio de tarifas por parte de Trump, embora depois estas tenham sido suspensas.

Subida generalizada no preço das matérias-primas. Num ambiente de subida generalizada dos preços, destacou-se a subida do gás natural na Europa: o TTF holandês superou os 50 euros/MWh, alcançando máximos desde 2023, pressionado por uma redução das reservas europeias mais rápida do que em anos anteriores (embora continuem em níveis elevados) e num contexto em que, desde o início de ano, já não passa gás russo através da Ucrânia. O petróleo fechou com subidas ligeiras, enquanto os metais preciosos registaram aumentos substanciais, favorecidos pelo seu papel de ativo refúgio num ambiente de maior incerteza comercial. Por último, as matérias-primas agrícolas também subiram, pressionadas pelo risco ao fornecimento colocado pelo clima seco em vários países produtores latino-americanos.

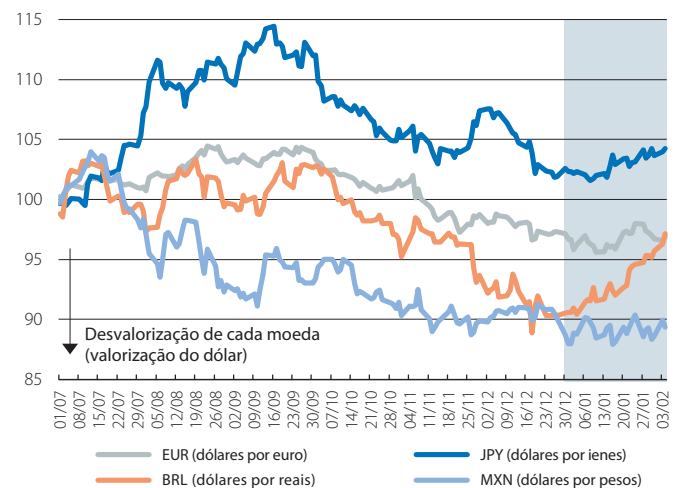
Desempenho de índices bolsistas



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

Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar

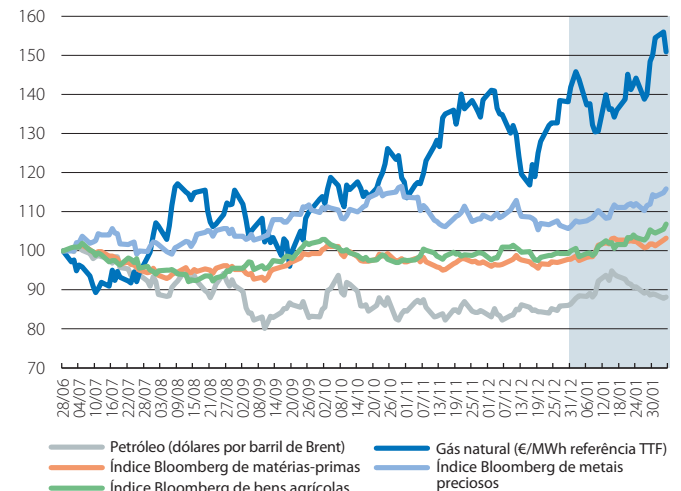
Índice (100 = 30/06/2024)



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

Evolução das matérias-primas

Índice (100 = 30/06/2024)



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

A China e o aprovisionamento de matérias-primas: estratégia ou crescimento?

A China é o principal consumidor de matérias-primas do mundo, consome 40% do total de «commodities» e, por conseguinte, assume um papel essencial na procura mundial destes produtos. O país é rico em alguns recursos, principalmente minerais, como o carvão e alguns dos chamados «minerais críticos»,¹ mas carece de outros, como o cobre e o níquel. Além disso, a China alberga um quinto da população mundial, mas as suas terras agrícolas representam menos de 10% do total mundial e os recursos hídricos são limitados. Estas circunstâncias fazem com que muitas das matérias-primas que a China consome sejam importadas, especialmente por via marítima, atravessando maioritariamente «choke points» (estrangulamentos na rota geográfica com elevado valor estratégico), como, por exemplo, o estreito de Malaca.

A título de referência para poder entender esta dependência do exterior, estima-se que, para abastecer o seu consumo de matérias-primas, a China importa 70% do petróleo e 40% do gás natural que consome;² bem como 80% da sua procura de cobre, 65% de alumínio e até 94% de níquel. Esta percentagem está próxima dos 100% no caso dos produtos agrícolas com consumo intensivo de água.³

Apesar de ter um papel destacado no mercado das matérias-primas, o facto de não ter capacidade para satisfazer a sua própria procura e depender das importações constitui uma fonte de risco substancial para a China.

A acumulação de reservas, um plano de longo alcance

Na década de 80, as autoridades chinesas, conscientes desta fonte de risco, começaram a desenvolver uma estratégia a longo prazo que lhes permitisse salvaguardar a segurança nacional e estabilizar os mercados internos perante qualquer alteração no mercado global das «commodities». Através do controlo das explorações,⁴ do comércio de matérias-primas,⁵ do investimento e financiamento

1. Minerais e metais necessários para gerar energia renovável, produzir tecnologias limpas e facilitar a transição para um cenário energético mais sustentável. A sua relevância geopolítica intensificou-se com a transição energética. Entre outros, aumentou a procura de lítio, níquel, cobalto, grafite, manganês e terras raras.

2. Segundo dados da J. P. Morgan Global Commodities Research, «Supply insecure, a China's imports of commodities at all-time highs and likely to stay that way», julho de 2024.

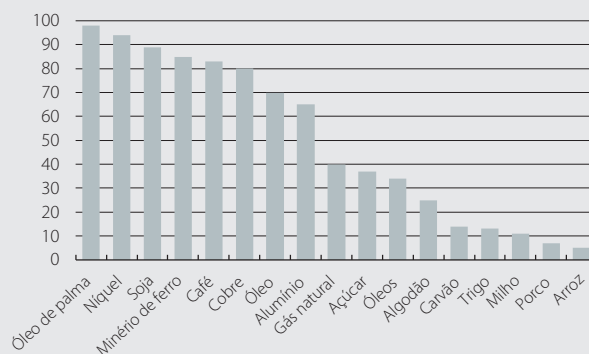
3. A China é líder mundial na produção de trigo e de arroz, mas o seu rácio de autossuficiência alimentar decresceu de 93,6% em 2006 para 65,8% em 2020 e prevê-se que seja de 58,8% em 2030. K. Dong e M. Prytherch (2024), «China's Food Security: Key Challenges and Emerging Policy Responses», Center for Strategic and International Studies, março de 2024.

4. Ver Information Office of the State Council of the People's Republic of China (2003). «China's Policy on Mineral Resources».

5. Ver National Development and Reform Commission (2013). «Belt and Road Initiative».

China: dependência das importações por tipo de produto

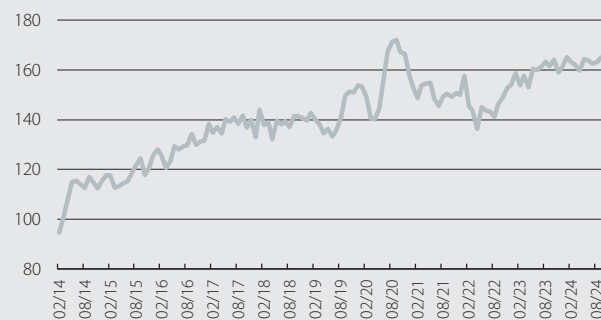
(% das importações de «commodities» face à procura final chinesa de recursos naturais)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da JP Morgan.

China: volume de importações de matérias-primas *

(Milhões de toneladas métricas) **



Notas: * Total de volumes de importações de crude e derivados, carvão, coque, cobre, alumínio, minério de ferro, níquel, aço, trigo, óleo de palma, soja, óleos e arroz.

** Média móvel de três meses.

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

de empresas produtoras estrangeiras e da celebração de contratos a longo prazo com fornecedores de energia e minerais, o Governo chinês foi cimentando a sua estrutura produtiva. Simultaneamente, desde 2008 promoveu o crescimento de um grande fundo de reservas estratégicas de recursos naturais. Estas reservas atuam como um amortecedor em tempos de interrupções no fornecimento ou volatilidade dos preços e o Governo chinês pode libertar ou armazenar estrategicamente estes produtos para influenciar a dinâmica do mercado interno e evitar flutuações acentuadas dos preços.

Desconhece-se com exatidão o volume de reservas do fundo, bem como o ritmo de aprovisionamento de matérias-primas projetado pelo Governo, mas através do acompanhamento das importações destes produtos pela China, é possível constatar que nos últimos anos ocorre

ram avanços notáveis, em grande medida motivados por acontecimentos relevantes para a sua economia. Em 2018, durante o seu primeiro mandato, Trump impôs tarifas sobre as exportações chinesas no valor de 60.000 milhões de dólares anuais, ao que a China respondeu com tarifas sobre a soja proveniente dos Estados Unidos. Em 2020, a pandemia da COVID-19 interrompeu as cadeias de fornecimento e elevou o custo das «*commodities*». E, em 2022, a guerra na Ucrânia encareceu ainda mais os preços e mostrou a vontade dos EUA de recorrer aos embargos.

Em 2023, o valor das importações de matérias-primas da China alcançou um máximo histórico de 810.000 milhões de dólares (um aumento de 16% face ao ano anterior), dos quais cerca de 45% corresponderam a compras de crude e derivados e pouco mais de 30% a metais industriais. Além disso, os dados relativos a 2024 indicam que, entre janeiro e novembro, o valor das importações das principais matérias-primas continuou a crescer e foi 1,5% superior ao valor registado no período homólogo.

Outra questão que pode ajudar a esclarecer a estratégia de acumulação de matérias-primas é o nível de existências acumuladas. O Estado chinês mantém sob rigoroso sigilo as informações sobre as suas reservas de emergência, o que complica o seu cálculo. Contudo, no último plano quinquenal (2021-2025), o Governo mostrou vontade de intensificar a expansão da capacidade de armazenamento, como forma de incrementar os fluxos de importação de energia e alimentos. No caso da energia, estima-se que a capacidade atual de armazenamento de crude ascenda a cerca de 2.000 milhões de barris, equivalente a quase seis meses de consumo, enquanto a dos EUA é superior a 2.400 milhões. Para o gás natural, em 2030 a capacidade de armazenamento poderá atingir 85.000 milhões de metros cúbicos (que representam 16% da sua procura anual), face aos 130.000 milhões de metros cúbicos dos EUA (suficientes para satisfazer 15% da sua procura). Neste âmbito, a Bolsa de Futuros de Xangai acompanha os níveis de existências de uma série de metais e materiais energéticos⁶ depositados em armazéns por todo o país. Entre janeiro e novembro de 2024, todas as referências mostraram um aumento superior a 100% (à exceção do zinco, que registava um aumento de 84%), tendo atingido os níveis máximos de acumulação entre junho e julho, dependendo do produto.

Estará a China a preparar-se para um futuro mais hostil?

Com efeito, o aumento das existências de matérias-primas observado pode estar relacionado com o decréscimo da atividade económica chinesa, levando a um menor consumo destes produtos. No entanto, se tivermos em conta o contexto internacional que começa a tomar forma para 2025, podemos encontrar diferentes argumentos que jus-

tificariam a intensificação do aprovisionamento de matérias-primas da China. Em primeiro lugar, apesar das recentes políticas económicas do Governo, a China pode estar a preparar-se para um ciclo de crescimento mais estável a médio prazo e pretender libertar-se dos fornecimentos do Ocidente. Em segundo lugar, a China pode estar a alargar as infraestruturas de armazenamento⁷ e a antecipar as compras de «*commodities*» na expectativa do aumento das tarifas anunciadas por Trump a partir de fevereiro. Outra explicação pode ser que a China se esteja a preparar para fazer face a novas ameaças geopolíticas. Neste sentido, a influência dos EUA sobre o estreito de Malaca é um aspeto crucial para a China, já que dois terços das mercadorias que atravessam as suas águas têm como destino a China. Por fim, a Comissão de Segurança dos EUA levanta a possibilidade de que o aprovisionamento de metais e minerais possa estar relacionado com uma potencial incursão da China em Taiwan.⁸ Alguns analistas financeiros relacionam este argumento com o aumento das compras de ouro da China (as existências de ouro terão aumentado mais de 400% entre abril e dezembro de 2024) e a redução da posse de dívida norte-americana (-6,9% entre janeiro e novembro) como uma possível forma de proteção face a qualquer sanção do Ocidente sobre as suas contas em dólares.

Uma vez que estes fatores continuarão presentes em 2025, é expeável que o Governo chinês mantenha o ritmo de acumulação de reservas de matérias-primas, ou até que o possa intensificar caso haja tensões que afetem alguns dos mesmos. Nesse caso, acreditamos que tal conduziria, muito provavelmente, a uma maior pressão ascendente sobre os preços das «*commodities*», em resultado do aumento da procura da China e da maior afetação de prémios de risco nos mercados financeiros.

6. Cobre, alumínio, zinco, chumbo, níquel, estanho, ouro, prata, aço e crude, entre outros.

7. Na China, os armazéns de reservas estratégicas incluem tanques, silos e armazéns privados aos quais o Estado tem acesso em momentos de crise.
8. Ver U.S.- China Economic and Security Review Commission, Gregory Wischer Testimony.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,90	3,15	-25	-25,0	-160,0
Euribor 3 meses	2,59	2,71	-13	-12,5	-130,6
Euribor 12 meses	2,52	2,46	6	5,9	-113,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,14	2,24	-10	-10,4	-118,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,12	2,08	4	3,7	-51,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,46	2,37	9	9,3	14,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,07	3,06	1	0,7	-17,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,88	2,85	3	3,0	-25,0
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,30	4,31	0	-0,3	-101,2
Dívida pública a 1 ano	4,15	4,14	1	0,6	-65,8
Dívida pública a 2 anos	4,20	4,24	-4	-4,5	-23,2
Dívida pública a 10 anos	4,54	4,57	-3	-3,0	41,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	58	-5	-4,6	-6,7
Itraxx Financeiro Sénior	60	64	-4	-4,2	-11,7
Itraxx Financeiro Subordinado	105	112	-7	-7,0	-26,6

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,036	1,035	0,1	0,1	-3,8
EUR/JPY (ienes por euro)	160,780	162,780	-1,2	-1,2	0,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,836	0,827	1,0	1,0	-2,0
USD/JPY (ienes por dólar)	155,190	157,200	-1,3	-1,3	4,7

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	542,0	536,5	1,0	1,0	4,8
Brent (\$/barril)	76,8	74,6	2,8	2,8	-3,1
Ouro (\$/onça)	2.798,4	2.624,5	6,6	6,6	37,5

Mercado acionista

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.040,5	5.881,6	2,7	2,7	20,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.286,9	4.896,0	8,0	8,0	13,0
Ibex 35 (Espanha)	12.368,9	11.595,0	6,7	6,7	25,1
PSI 20 (Portugal)	6.524,3	6.377,3	2,3	2,3	5,5
Nikkei 225 (Japão)	39.572,5	39.894,5	-0,8	-0,8	9,6
MSCI emergentes	1.093,4	1.075,5	1,7	1,7	9,1

Economia internacional: surpresas, desilusões e incertezas

Resiliência global, com a incerteza como pano de fundo. A economia mundial resistiu em 2024 a um ambiente de condições financeiras restritivas e, em geral, as principais economias internacionais conseguiram crescer mais do que o previsto. A surpresa mais notável foram os EUA, onde a forte procura interna e o mercado de trabalho impulsionaram o PIB para taxas de quase 3%, o dobro do que o consenso dos analistas previa no início de 2024. A China também conseguiu crescer mais do que o previsto e, depois de uma primeira parte de 2024 mergulhada nas dificuldades da crise imobiliária e da fraca procura interna, ganhou impulso cíclico na última parte do ano para atingir o objetivo de 5%, graças a uma combinação de medidas de estímulo fiscal e monetário e de apoio ao setor imobiliário. A própria Zona Euro recuperou um pouco mais do que o previsto, com um crescimento do PIB em 2024 de 0,7% (há um ano, a previsão do consenso era de 0,5%), embora a disparidade interna seja notável e apenas Espanha (que cresceu mais do dobro da previsão do consenso) tenha sido uma clara surpresa, enquanto a Alemanha voltou a desiludir e ainda não recuperou o nível do PIB anterior à pandemia. Não obstante estas surpresas e o facto de a política monetária mundial já não ser tão restritiva como há alguns trimestres, 2025 continua a ser um ano difícil. A acrescentar ao mapa de riscos está a ameaça de uma maior fragmentação económica, com o aumento das barreiras comerciais e da incerteza que já se começa a materializar no momento em que este relatório é elaborado. Os EUA anunciaram a aplicação de tarifas aduaneiras de 25% sobre praticamente todas as importações de bens provenientes do México e do Canadá (10% sobre os produtos energéticos canadianos) e de 10% sobre a China (para além de eliminarem o limiar de mínimo isento de tarifas). Quarenta e oito horas depois de ter assinado a ordem executiva, a Casa Branca congelou a decisão sobre o México e o Canadá durante um mês, colocando uma pausa nas tarifas mas não na perspectiva de um 2025 condicionado pela incerteza.

Atividade internacional com uma disparidade notável. O PIB dos EUA cresceu 2,8% em 2024, com um forte impulso da procura interna, que contribuiu com 3,1 p. p. para o crescimento total do ano, impulsionado tanto pelo investimento como pelo consumo privado. A economia dos EUA terminou com dinamismo, avançando uns assinaláveis 0,6% em termos trimestrais no 4T 2024. Em contrapartida, o PIB da Zona Euro voltou a desiludir com uma estagnação no 4T (0,0% em termos trimestrais), fazendo com que o crescimento para o conjunto de 2024 se situe em 0,7%. O abrandamento afetou todas as principais economias, com exceção de Espanha, que se destacou com um aumento de 0,8% em cadeia, e em todos os casos, com exceção de Itália, a procura externa foi um entrave à economia no 4T. França diminuiu 0,1% em relação ao trimestre anterior e registou um crescimento médio de 1,1% em 2024. Itália estagnou pelo segundo trimestre consecutivo e o crescimento médio para 2024 foi de 0,5%. Finalmente, a Alemanha diminuiu 0,2% em termos trimestrais e 0,2% em 2024 no seu conjunto (após -0,1% em 2023), o que significa que o seu PIB ainda não recuperou para os níveis anteriores à COVID.

Momento de inércia e de incerteza nas primeiras fases de 2025. Os dados relativos à atividade no início de 2025 continuam a mostrar um crescimento dinâmico da economia dos EUA. O ISM

FMI: previsões de PIB

Variação homóloga (%)

	Estimativa		Previsão		Variação em relação ao WEO Out. 2024	
	2024	2025	2026	2025	2026	
Economia mundial	3,2	3,3	3,3	0,1	0,0	
Economias avançadas	1,7	1,9	1,8	0,1	0,0	
EUA	2,8	2,7	2,1	0,5	0,1	
Zona Euro	0,8	1,0	1,4	-0,2	-0,1	
Alemanha	-0,2	0,3	1,1	-0,5	-0,3	
França	1,1	0,8	1,1	-0,3	-0,2	
Itália	0,6	0,7	0,9	-0,1	0,2	
Espanha	3,1	2,3	1,8	0,2	0,0	
Japão	-0,2	1,1	0,8	0,0	0,0	
Reino Unido	0,9	1,6	1,5	0,1	0,0	
Economias emergentes e em desenvolvimento	4,2	4,2	4,3	0,0	0,1	
China	4,8	4,6	4,5	0,1	0,4	
Índia	6,5	6,5	6,5	0,0	0,0	
Rússia	3,8	1,4	1,2	0,1	0,0	
Brasil	3,7	2,2	2,2	0,0	-0,1	

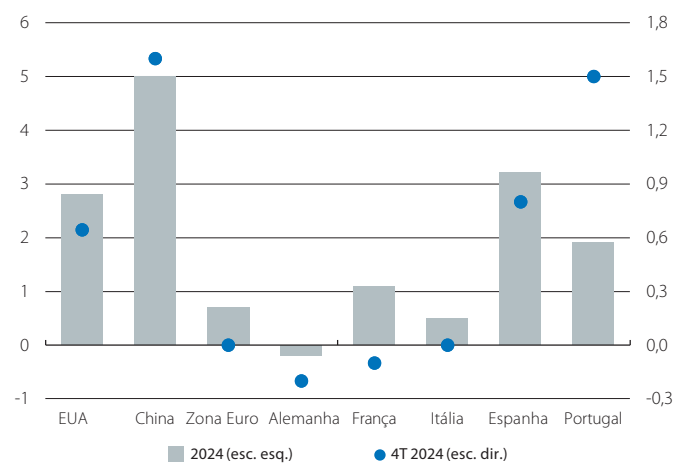
Nota: * Previsões do ano fiscal para a Índia.

Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO, atualização de janeiro de 2025).

Global: PIB

Variação homóloga (%)

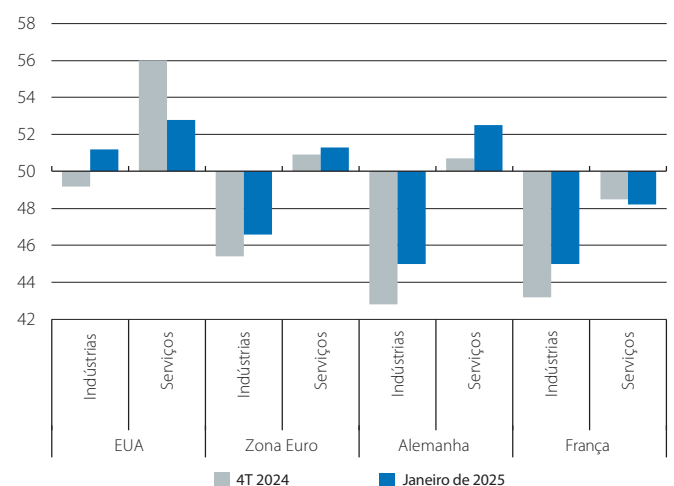
Variação em termos trimestrais (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BEA, do Chinese National Bureau of Statistics e do Eurostat.

Economias avançadas: PMI

Índice



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

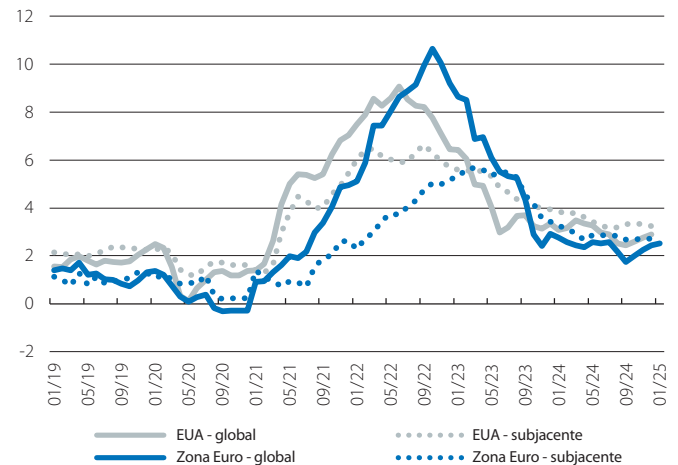
da indústria transformadora, com 50,9 em janeiro, deixou o território contracionista pela primeira vez desde 2022, e o ISM dos serviços permaneceu em território confortavelmente expansionista (52,8), enquanto os indicadores do PIB apontam, numa base muito preliminar, para ganhos trimestrais de +0,7% no 1T 2025. Os PMI da Zona Euro recuperaram ligeiramente em janeiro, com o índice composto a atingir 50,2, o melhor valor em cinco meses. No entanto, este valor está pouco acima da fronteira entre a expansão e a contração, a repartição setorial continua a mostrar um declínio da atividade industrial (46,6) contra um crescimento modesto nos serviços (51,3) e, por país, os sinais de fraqueza continuam em França (47,6) e na Alemanha (50,5, um valor tímido mas, neste caso, um máximo de oito meses). Por seu lado, o mercado de trabalho da Zona Euro continua em boa forma, com uma taxa de desemprego de 6,3% em dezembro (a segunda taxa mais baixa da série histórica) e uma primeira pequena melhoria do indicador das expectativas de emprego (98,8 pontos em janeiro, vs a média histórica de 100). No entanto, o inquérito do BCE sobre os empréstimos bancários revelou um aumento inesperado da restritividade dos critérios de concessão de crédito, concentrado na Alemanha e em França, que os bancos atribuíram a uma maior incerteza no cenário macroeconómico.

A desinflação continua. Embora se tenha verificado recentemente algum aumento da inflação global, tanto nos EUA (2,9% em dezembro, +0,2 p. p.) como na Zona Euro (2,5% em janeiro, +0,1 p. p.), tal deve-se essencialmente à volatilidade dos preços da energia. Mais concretamente, os dados continuam a mostrar uma moderação das pressões subjacentes sobre os preços. Esta desinflação é mais visível na Zona Euro, onde a inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares) foi de 2,7% em janeiro e, embora se tenha mantido nesse nível pelo quinto mês consecutivo, os indicadores em tempo real apontam para taxas mais baixas (o *momentum*, do IHPC subjacente, ou variação trimestral anualizada, foi de 1,8%). Adicionalmente, os indicadores apontam também um abrandamento do crescimento dos salários e uma compressão das margens das empresas no conjunto da Zona Euro, reforçando as perspetivas desinflationistas a médio prazo. Nos EUA, os últimos dados do IPC subjacente trouxeram mais algum otimismo, após meses de resistência à descida. Nomeadamente, a inflação subjacente diminuiu 0,1 p. p. para 3,2% em dezembro, uma descida modesta mas positiva, a primeira desde agosto e acompanhada por uma descida mensal anualizada de 2,7% (um mínimo de cinco meses), bem como pela segunda descida consecutiva da inflação dos serviços (embora ainda num nível elevado de 4,4% em termos homólogos).

A China surpreende e atinge o objetivo de crescimento de 5,0%. No 4T 2024, a economia chinesa acelerou significativamente, com um crescimento do PIB de 1,6% em termos trimestrais (vs 1,3% no 3T, revisto em alta em +0,4 p. p. face às primeiras estimativas) e de 5,4% em termos homólogos (vs 4,6% no 3T). Perante estes valores, os mais elevados desde o primeiro semestre de 2023 (quando a economia estava a recuperar de um longo período de políticas de COVID-Zero), o PIB da China conseguiu crescer 5,0% em 2024 no seu conjunto, acima das expectativas e em linha com o objetivo das autoridades. Tal aceleração surgiu com sinais de melhoria da procura interna e beneficiando das medidas de apoio anunciadas no verão pelas autoridades chinesas, bem como com a continuação do forte crescimento das exportações e alguns sinais de pré-oferta (como uma recuperação das exportações para os EUA no final de 2024) em antecipação de tarifas mais elevadas entre os EUA e a China.

Economias avançadas: IPC

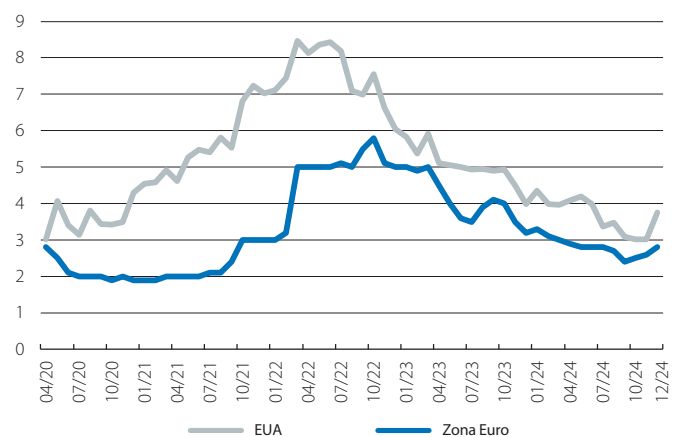
Variação homóloga (%)



Nota: A inflação subjacente exclui a energia e todos os produtos alimentares.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.

Expectativas de inflação dos consumidores para os próximos 12 meses

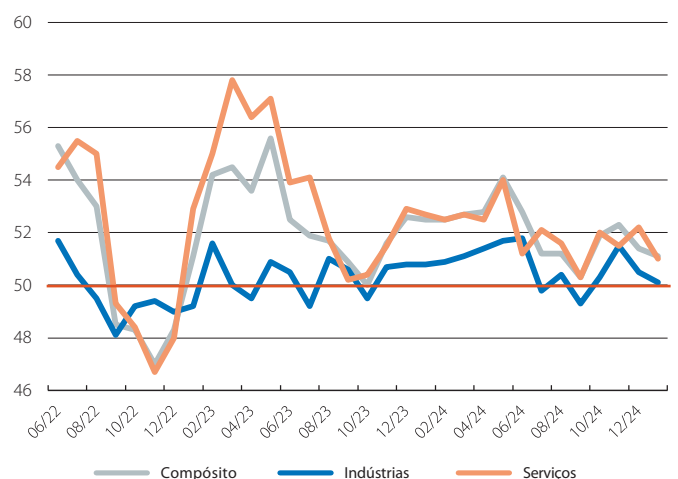
(%)*



Nota: * Média das expectativas quantitativas dos inquiridos.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal de Nova Iorque e do BCE.

China: PMI Caixin

Índice



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

Medindo a margem de manobra fiscal de Trump 2.0

Um ponto de partida inquietante

O exercício orçamental de 2024¹ do governo federal encerrou com um défice público de 1,8 biliões de dólares: 6,4% do PIB, apresentando um aumento de 138.000 milhões de dólares face ao ano anterior (6,2% do PIB). Em termos históricos, é um valor muito elevado. O défice médio dos últimos 50 anos cifrou-se em 3,8% do PIB e, desde 1946, o registo de 2024 só foi ultrapassado em seis anos: de 2009 a 2012, durante a Grande Recessão, e de 2020 a 2021, nos anos da pandemia, dois períodos de recessão com uma elevada taxa de desemprego. No entanto, em 2024, a taxa média de desemprego era de 4,0% e o PIB crescia a taxas robustas, o que torna a situação atual ainda mais surpreendente. E as perspetivas não são animadoras. Além disso, o Congressional Budget Office (CBO)² estima que o défice total continuará a oscilar entre 5% e 7% do PIB na próxima década, com um aumento da dívida pública federal acima de 120%. E, em grande medida, estes défices irão piorar devido à subida do pagamento de juros (o CBO estima uma redução do défice primário, que exclui pagamentos de juros, dos atuais 4,0% para 2,7%).³

Neste contexto, coloca-se a questão do impacto das políticas económicas da nova Administração da Casa Branca em matéria de défice. Sem que haja detalhes nem grande clareza sobre as medidas que serão tomadas (para além do que foi dito durante a campanha, será necessário ponderar a realidade das negociações no Congresso e a sua implementação final), ainda é cedo para poder estimar o impacto líquido de forma exata. No entanto, podemos fazer uma análise preliminar para compreender as implicações iniciais.

Ao nível das receitas...

O Governo federal conta com três grandes fontes de receitas: cerca de 50% são provenientes do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares, 35% de contribuições para a Segurança Social e a Medicare, 11% de impostos sobre as sociedades, e os 4% restantes incluem tarifas, impostos de sucessão e outro tipo de receitas. O CBO estima que, até ao final de 2034, as receitas aumentarão até representarem 18% do PIB, face aos atuais 17,1%. Mas essa previsão parte do princípio de que, em 2025,

expiram as reduções de impostos estipuladas na lei *Tax Cuts and Jobs Acts* (TCJA) aprovada em 2017,⁴ com o regresso a taxas de tributação mais elevadas. Contudo, um dos baluartes da campanha de Trump foi tornar permanentes as medidas da TCJA, o que acrescentaria entre 3,5 e 5,0 biliões de dólares ao défice⁵ nos próximos 10 anos, elevando o défice para cerca de 8% ou 9% do PIB (com a dívida acima de 130%). Se também forem aprovadas outras medidas propostas durante a campanha, como as deduções relativas a prestações da Segurança Social, gorjetas e horas extraordinárias, bem como uma redução adicional da taxa de imposto sobre as sociedades até 15%, as estimativas apontam para 3 biliões de dólares adicionais de défice.

Paralelamente a este agravamento do défice, a principal nova fonte de receitas destacada pela nova Administração na campanha eleitoral foram as tarifas. Contudo, as receitas provenientes das tarifas serão muito inferiores ao agravamento estimado do défice. Por exemplo, em 2024 o Governo arrecadou apenas 80.000 milhões de dólares em tarifas, 2% do total de receitas (por outro lado, o imposto sobre o rendimento das pessoas singulares ascendeu a 530.000 milhões de dólares). Até mesmo num caso extremo, em que fosse implementada uma tarifa de 100% sobre todas as importações de bens provenientes da China, as receitas extra ascenderiam até 400.000 milhões de dólares anuais – mas apenas pressupondo que a tarifa de 100% não levaria à queda do volume de importações, o que seria altamente improvável: com tarifas tão elevadas, é difícil que as importações afetadas representem uma receita recorrente e estável com que o Tesouro possa contar. Do mesmo modo, uma tarifa universal de 10% sobre todas as importações de bens poderia arrecadar um total acumulado de 3 a 4 biliões de dólares durante a próxima década, mas, uma vez mais, partindo do pressuposto de que a procura local é inelástica aos preços das importações e que não há substituição nem queda nos volumes de importações. Além disso, coloca-se a questão de qual o objetivo da sua utilização: as tarifas serão usadas meramente como uma estratégia de negociação e, portanto, como uma ferramenta temporária, ou como uma fonte recorrente e mais permanente de receita?

1. Os anos fiscais dos EUA decorrem de 1 de outubro a 30 de setembro.
2. O CBO é um órgão apartidário do Congresso, encarregado de fornecer análise económica e orçamental.
3. As projeções do CBO são elaboradas partindo do pressuposto de que, durante a próxima década, tanto as receitas como as despesas continuarão as tendências definidas pelas políticas atuais e a inflação e o crescimento do PIB serão, em média, de 2,0% e 1,8%, respetivamente. Para mais detalhes, ver o Focus «Aumentado défice e da dívida: o futuro das finanças públicas dos EUA» no IM09 /2024.

4. A lei *Tax Cuts and Jobs Acts* reduziu o imposto sobre as sociedades de 35% para 21% e diminuiu as taxas máximas de cada escalão do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares.
5. Ver «Tax Cuts and Jobs Act Expiration: Options for the Tax Code», Yale Budget Lab, 2024, «The 2024 Trump Campaign Policy Proposals: Budgetary, Economic and Distributional Effects», Penn Wharton Model, agosto de 2024 e «Donald Trump Tax Plan Ideas: Details and Analysis», Tax Foundation, outubro de 2024.

... e ao nível da despesa?

Outra alternativa para evitar o agravamento do défice seriam os cortes nas despesas. Com essa finalidade, o presidente criou a agência DOGE (Departamento de Eficiência Governamental), liderada por Elon Musk, que manifestou a intenção de reduzir a despesa em 2 biliões de dólares nos próximos 18 meses. As despesas federais dividem-se em três categorias. A primeira é a despesa «obrigatória» (60% do total), que inclui compromissos como a Segurança Social e a saúde, está prevista na legislação vigente e requer mudanças nas leis para se poder cortar. Ou seja, é difícil de reduzir tanto do ponto de vista legal como numa perspetiva de bem-estar (dado que inclui, sobretudo, prestações da Segurança Social e saúde). A segunda categoria é a despesa discricionária, que é negociada anualmente no Congresso e que em 2024 ascendeu a 1,8 biliões de dólares.⁶ Contudo, as despesas discricionárias também não parecem fáceis de reduzir (cerca de 50% são despesas em defesa) e, seja como for, encontram-se em níveis historicamente baixos e com perspetivas de diminuir, conforme as previsões do CBO. E a terceira é o pagamento de juros da dívida, onde se concentra a maioria do agravamento. Em 2024, os pagamentos de juros aumentaram até 949.000 milhões de dólares, um valor superior à despesa total em defesa (826.000 milhões) ou na Medicare (870.000 milhões), representando quase 15% da despesa total. É muito provável que os pagamentos de juros continuem a aumentar. Com efeito, no cenário base do CBO, com taxas de juro de cerca de 4% e em que o défice primário desceria dos 4,0% atuais para 2,7% em 2034, estima-se que o pagamento de juros irá aumentar até 1,7 biliões de dólares (4% do PIB vs.3% atualmente). Estabilizar a despesa em juros exigiria um esforço fiscal claramente maior e/ou um cenário de taxas de juro significativamente mais baixas: estimamos que seria necessária uma redução do défice primário de até 1,5% do PIB em 10 anos, ou que as taxas de juro voltassem ao nível pré-pandemia de 2%.⁷ Uma redução neste âmbito exigiria um esforço fiscal superior ou taxas de juro ainda mais baixas.

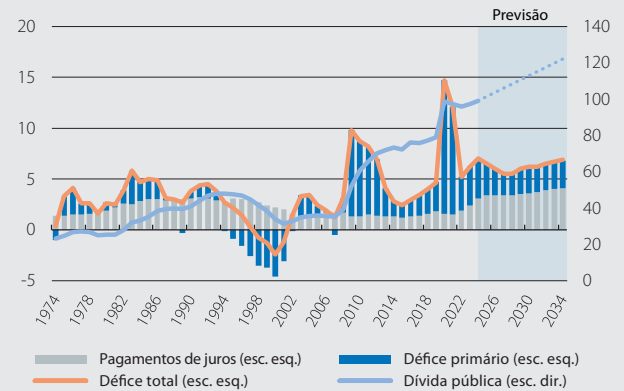
Definitivamente, o panorama fiscal com que se depara Trump ao iniciar o seu segundo mandato é muito diferente do que encontrou em 2017 (ver o primeiro gráfico).

6. De realçar que o objetivo de corte da despesa do DOGE é superior ao equivalente à totalidade da despesa discricionária.
7. Estas estimativas baseiam-se na simulação da evolução da dívida

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

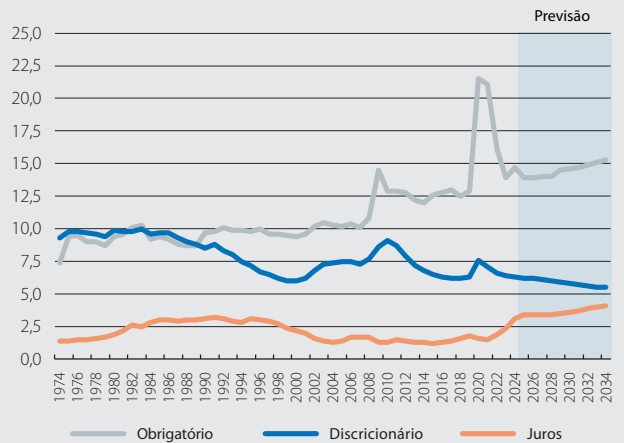
pressupondo um crescimento nominal do PIB, segundo o CBO. Num caso, determinamos a evolução das taxas de juro segundo o estimado por «forwards» de mercado de meados de janeiro de 2025 e, no outro, estabelecemos a evolução do défice primário conforme o CBO.

EUA: histórico e projeções do défice e da dívida do CBO
(% do PIB)



Nota: Os valores negativos no eixo esquerdo indicam um excedente e os valores positivos indicam um défice.
Fonte: BPI Research, com base em dados do CBO.

EUA: despesa pública por categoria
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do CBO e do Departamento do Tesouro.

A panorâmica do estado atual das contas públicas e das grandes propostas fiscais apresentadas durante a campanha eleitoral pela nova Administração aponta para um aumento sustentado do défice e, por conseguinte, da dívida. Devido a esta perspetiva, surgem dúvidas sobre a capacidade real que a nova Administração terá de implementar as suas propostas fiscais.

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	11/24	12/24	01/25
Atividade									
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	2,9	3,4	3,5	3,8	4,1	3,3	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	112,8	109,5	104,1
Produção industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,2	–0,6	0,5	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	48,4	49,2	50,9
Habitacões iniciadas (milhares)	1.421	1.365	1.407	1.340	1.332	1.379	1.294	1.499	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	...	325	329	332	...	336	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,2	4,1	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	59,8	60,0	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,0	–3,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	2,7	2,9	...
Taxa de inflação núcleo	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	3,2	...

JAPÃO

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Atividade									
PIB real	1,5	...	–0,9	–0,9	0,5	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	36,4	36,2	35,2
Produção industrial	–1,4	–2,7	–4,3	–2,9	–1,8	–1,7	–1,9	–2,8	...
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	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	...	–1,2	–1,0	–1,0	...	–1,0	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	2,9	3,7	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,4	2,4	...

CHINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Atividade									
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	3,0	3,7	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	5,4	6,2	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	50,3	50,1	49,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	865	995	841	864	897	995	965	995	...
Exportações	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	7,0	10,5	...
Importações	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,3	–1,8	–4,0	1,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,2	0,1	...
Taxa de juro de referência ³	3,45	3,10	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	7,2	7,3	7,3

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,0	0,0	0,2	2,0	1,8	1,6	1,9	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,7	...	-4,7	-3,9	-1,6	...	-1,9	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,1	-15,4	-14,3	-13,1	-13,6	-13,8	-14,5	-14,2
Sentimento económico	96,4	95,9	96,1	96,1	96,3	95,1	95,8	93,8	95,3
PMI indústrias	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	45,2	45,1	46,6
PMI serviços	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	49,5	51,6	51,3
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,3	6,2	6,3	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,5	7,4	7,5	7,5	7,7	7,7	7,8	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	7,7	6,5	7,1	6,7	6,2	6,0	5,9	6,2	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	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	0,7	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,8	0,5	0,3	0,7	0,5	0,5	-	-	-

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	11/24	12/24	01/25
Inflação geral	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,2	2,4	2,5
Inflação núcleo	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7

Setor externo

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Balança corrente	2,1	...	2,6	3,2	3,3	...	3,5	...	...
Alemanha	5,8	...	6,1	6,3	6,2	...	6,0	...	...
França	-1,0	...	-0,5	-0,4	-0,1	...	-0,3	...	...
Itália	0,0	...	0,5	0,9	1,1	...	1,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	94,2	93,5	93,1

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,7	0,3	0,4	0,8	1,2	1,0	1,5	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	1,0	0,9	1,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,4	4,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,8	4,7	4,3	4,3	4,2	...
Depósitos									
Depósitos à vista	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,1	1,5	1,8	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	18,4	14,4	10,5	5,9	6,1	4,5	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,0	20,5	19,8	22,0	17,9	17,0	16,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,6	2,5	...

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 flexível 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.

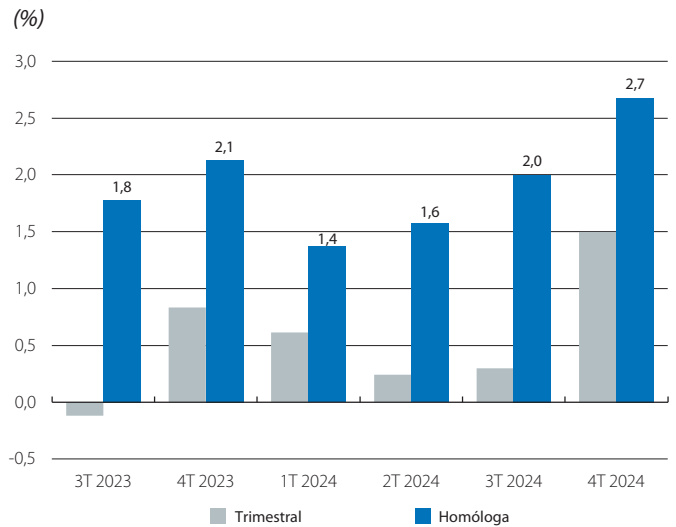
Pujança em 2024 ilumina 2025

PIB surpreendeu positivamente no 4T 24. Em cadeia cresceu 1,5%, colocando o crescimento homólogo em 2,7% e o anual em 1,9%, acima das previsões do BPI Research e do *consensus*. Não há detalhe quanto ao comportamento das várias componentes, mas focando-nos no crescimento anual, foi a robustez da procura interna – via consumo privado – que suportou a economia. Esta forte evolução nos últimos meses de 2024 enviesa, em sentido ascendente, os riscos para a previsão de crescimento do BPI Research em 2025 (2,3%). Com efeito, a força do crescimento no 4T criou um dinamismo muito positivo para 2025, na medida em que num cenário de crescimentos trimestrais nulos, a economia ainda assim, avançaria 1,3% este ano. Olhando para as componentes, o investimento deverá recuperar reflexo da expectativa de aceleração na execução dos fundos NGEU, que entram no seu penúltimo ano; assinatura de contratos de investimento entre a AICEP e investidores privados previstos para se iniciarem em 2025 e prolongarem-se nos próximos 10 anos (420 milhões de euros a serem executados até 2035); e condições de financiamento menos restritivas. O consumo privado também continuará a mostrar pujança, suportado pela robustez do mercado de trabalho e pela perspectiva de acréscimo do rendimento disponível real das famílias. A procura externa deverá retirar pujança ao crescimento da atividade, refletindo o elevado conteúdo importado da procura interna nacional e na expectativa de aceleração da FBCF e resiliência do consumo privado; e também derivado de alguma cautela quanto ao desempenho das exportações, dado o enquadramento internacional ainda nebuloso quanto aos impactos das políticas mais protecionistas dos EUA. Entretanto, o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia voltou a fortalecer em janeiro, atingindo 107,2 pontos, mais 2 décimas do que em novembro e dezembro; e as famílias recuperaram alguma confiança, com melhoria das perspetivas relativas à evolução da situação financeira nos próximos 12 meses e melhores perspetivas quanto à realização de compras importantes no horizonte de 12 meses.

Inflação desce em janeiro de 2025. Com efeito, a taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC) diminuiu para 2,5% em janeiro, face aos 3,0% registados em dezembro. O mesmo aconteceu no IPC subjacente (reduziu para 2,6% depois de 2,8% em dezembro último). O INE frisa que a desaceleração face às cifras de dezembro é, em parte, explicada pelo efeito de base associado ao fim da isenção de IVA num conjunto de bens alimentares essenciais e ao aumento de preços da eletricidade, verificados em janeiro de 2024. Não obstante, os dados de janeiro de 2025 são superiores aos que se registaram há um ano (2,3% para o IPC Global e 2,4% para o IPC Subjacente), o que põe em evidência a resistência da trajetória desta «última milha» até ao valor objetivo dos 2%. Um crescimento da atividade acima dos parceiros europeus (que pode traduzir-se numa dinâmica de procura mais assertiva), um mercado de trabalho forte e todas as questões geopolíticas latentes são os principais riscos no horizonte dos preços.

A balança de bens terá terminado o ano com um défice de 27,7 mil milhões de euros, pouco abaixo do de 2023. Tendo por base as estimativas do INE para as exportações e importações de bens no 4T, é provável que no conjunto do ano as primeiras ten-

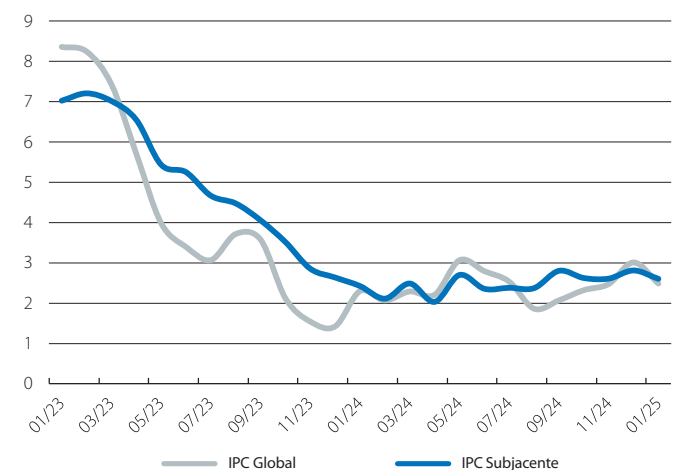
Evolução do PIB real



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

IPC

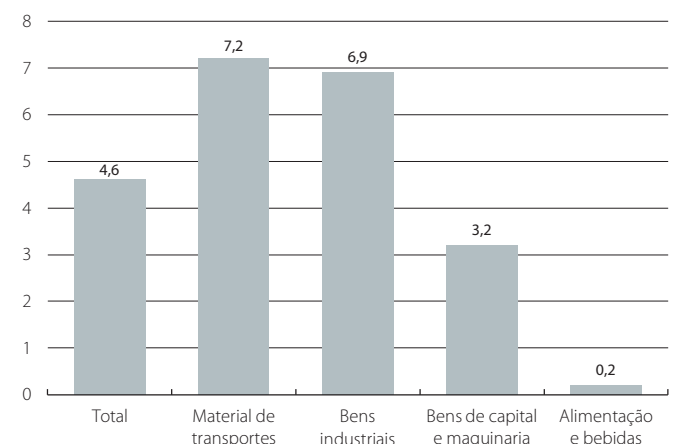
Var. homóloga (%)



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

Perspetivas para o crescimento das exportações em 2025

(Taxa de variação nominal)



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

ham avançado 2,6% e as segundas 1,8%. Entretanto, as empresas exportadoras esperam que as suas exportações cresçam 4,6% em 2025 (em termos nominais). As perspetivas por setor diferem consideravelmente, observando-se maior otimismo nas empresas produtoras de bens industriais e material de transporte. Esta perspetiva refletirá algum otimismo quanto às possibilidades de negócio com alguns dos principais parceiros comerciais, mas deverá estar sujeita a um considerável grau de incerteza relacionado com o possível aumento de políticas protecionistas. Em termos de balança de bens não descartamos a possibilidade de um alargamento do défice, sobretudo se se confirmar que a FBCF irá acelerar e o consumo continuará forte.

2024 marcou novos recordes no turismo nacional. Assim, no último ano o setor registou 31,6 milhões de hóspedes e 80,3 milhões de dormidas, correspondendo a aumentos homólogos de 5,2% e 4,0%, respetivamente. Este resultado ficou em linha com a previsão do BPI Research para o aumento de hóspedes (+5,5%). O incremento no número de dormidas foi superior nos turistas estrangeiros (+4,8%) do que nos turistas residentes (+2,4%). Em termos de mercados emissores, o Reino Unido continua a liderar embora os aumentos mais expressivos das dormidas tenham tido origem nos turistas do continente americano, nomeadamente, os provenientes do Canadá e dos Estados Unidos da América (+17,1% e +12,1%, respetivamente). Para 2025 as perspetivas continuam a ser boas, derivado da recuperação de poder de compra dos nacionais e manutenção de um dólar forte.

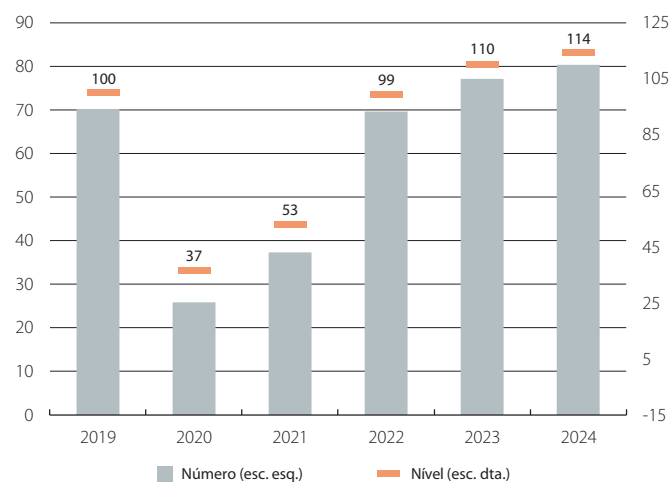
Contas públicas terminam 2024 em terreno positivo pelo segundo ano consecutivo. Mais concretamente, o saldo orçamental (ótica de caixa) fixou-se em 0,1% do PIB no conjunto do ano passado, o que compara com 1,7% em 2023 (excluindo o impacto da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA). O menor excedente é explicado pelo aumento expressivo da despesa e que superou o da receita (9,2% e 5,1%, respetivamente), tal como vinha a ser indicado nos vários meses do ano. O ligeiro excedente ficou acima do que estimava o Governo (-0,4% do PIB), o que coloca riscos positivos quanto aos dados em contabilidade nacional. De facto, considerando a diferença das óticas estimada pelo Governo, é possível que o excedente em contabilidade nacional tenha ficado em torno de 1,0% do PIB, o que, a confirmar-se, supera largamente a estimativa do Governo (0,4%) e do BPI Research (0,5%).

A descida das taxas de juro trouxe de volta o dinamismo ao crédito bancário. A carteira de crédito do sector privado não financeiro terminou o ano a crescer 2,2% homólogo, em contraste com o comportamento na primeira metade do ano. Esta evolução resultou, especialmente, da carteira de crédito à habitação, que, depois de cair mais de 1% no início do ano, terminou 2024 com sinal bastante positivo, superior a 3% homólogo. À data em que escrevemos não existe ainda informação sobre as novas operações para o conjunto do ano, mas os dados até novembro apontam para um crescimento expressivo, superior a 32% face ao período homólogo. Para além do ciclo de descida das taxas de juro, outros fatores também ajudam a explicar este dinamismo, nomeadamente o peso dos mais jovens nas novas operações de crédito à habitação nos últimos meses do ano, após a entrada em vigor das medidas fiscais de isenção de alguns impostos.

Dormidas

Número (milhões)

Nível (2019 = 100)



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

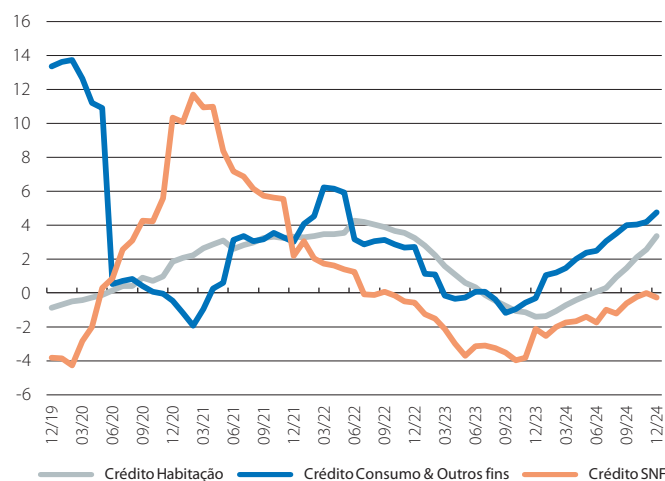
Execução orçamental da Adm. Pública (principais rubricas)

	Janeiro-dezembro	2019	2021	2022	2023*	2024	Var. 2024 vs. 2019	Var. 2024 vs. 2023 (milhões euros)
Receitas		41,5	42,5	41,9	43,0	45,2	3,7	5.900
Receita fiscal		24,2	23,8	24,1	24,6	25,4	1,2	1.969
Contribuições Seg. Social		10,4	11,2	10,8	11,0	12,0	1,6	2.858
Despesas		41,8	46,5	43,3	41,3	45,1	3,3	10.114
Despesas com pessoal		10,1	10,9	10,0	9,8	10,6	0,5	2.053
Transferências correntes		17,9	20,2	19,2	17,7	19,9	2,0	5.985
Aquisição bens e serviços		6,2	6,8	6,6	6,5	7,0	0,8	1.250
Juros		3,8	3,2	2,7	2,5	2,6	-1,2	251
Investimento		2,3	2,9	2,7	2,8	2,9	0,6	352
Saldo orçamental		-0,3	-4,0	-1,4	1,7	0,1	0,4	-4.214

Nota: * Valor ajustado da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA.
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

Carteira de crédito ao sector privado não financeiro

Taxa variação homóloga (%)



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

População, imigração e tendências

A Europa vive um inverno demográfico. De facto, o mais recente relatório *Ageing Report* revela que a população na UE deverá atingir um pico em 2026 (de 453 milhões de pessoas), mas que, a partir desse ano, começará a cair, até atingir os 432 milhões em 2070, ou seja, uma queda de cerca de 4% face ao nível de 2022. Não só é esperado que a população nesta região caia, como também que haja uma alteração da estrutura etária, com maior predominância de pessoas mais velhas. Neste contexto, o rácio de dependência económica¹ deverá passar de pouco mais de 45% em 2022 para quase 70% em 2070, a par do agravamento dos custos relacionados com o envelhecimento (ou seja, custos com pensões, com cuidados de saúde e continuados, entre outros).

O cenário desenhado para a UE pode ser transposto para Portugal, mas com outros números: a Comissão Europeia estima que a população em Portugal possa reduzir cerca de 14% entre 2022 e 2070, para cerca de 9 milhões de pessoas, enquanto o rácio de dependência económica deverá agravar-se em mais de 27 p. p., para 75,8%, o 8º país com o rácio mais elevado entre o conjunto dos Estados-Membros.

No entanto, o país tem verificado uma evolução positiva nos últimos anos. De facto, a população residente em Portugal aumentou 0,6% em média nos últimos cinco anos, colocando o total (de mais de 10,6 milhões de pessoas) nos níveis mais elevados desde, pelo menos, 1941.² Mais de metade da população residente em Portugal são mulheres, ¼ tem mais de 65 anos (face a 23% com menos de 25 anos) e a idade mediana ronda os 47 anos. Adicionalmente, mais de 46% concluiu apenas, no máximo, o ensino básico e a larga maioria (mais de 90%) era de nacionalidade portuguesa.

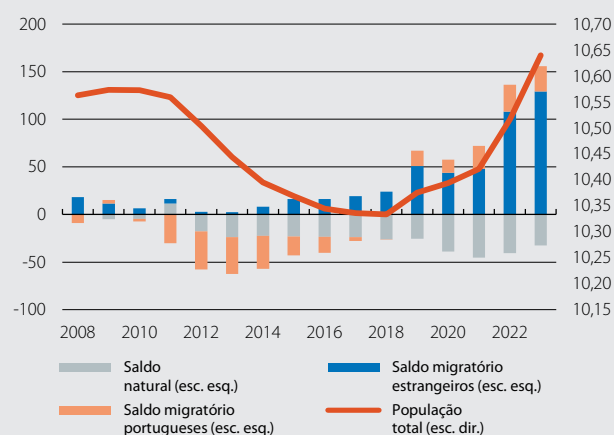
O crescimento populacional dos últimos anos é explicado unicamente pelos saldos migratórios positivos, que têm permitido compensar os contínuos saldos naturais negativos. Isto significa que o aumento da população residente em Portugal nos últimos 5 anos é somente explicado pelo aumento da população estrangeira: os dados apontam que a redução da população portuguesa residente foi de 0,6%, em média, face a um aumento da população estrangeira superior a 7% em média no mesmo período.

É preciso recuarmos a 2008 para encontrar o último ano em que o saldo natural foi ligeiramente positivo. Já no que diz respeito ao saldo migratório, a maior atratividade do

1. Relaciona a proporção de população inativa com mais de 65 anos com o total da população empregada com idades entre os 20 e os 64 anos. Ou seja, neste momento, por cada reformado existem cerca de 2 pessoas a trabalhar (45%), mas, em 2070, mantendo-se as tendências, será pouco mais de uma pessoa por cada reformado potencial.

2. Este foi o primeiro ano para o qual encontramos dados estatísticos sobre o total de população residente em Portugal.

Evolução da população residente em Portugal (Mil indivíduos) (Milhões de indivíduos)



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

país tem permitido compensar a saída de portugueses que caracteriza o contexto português. Assim, o saldo migratório segue uma trajetória ascendente desde 2017, ainda que interrompida em 2020 pela pandemia de COVID-19. Posteriormente, a partir de 2021, a tendência tem-se acentuado e, em 2023, o saldo foi positivo em 155.701 pessoas, ou seja, o equivalente a cerca de 1,5% do total da população residente em Portugal em 2023. O peso é bastante expressivo: recorrendo a dados de 2022 (última informação disponível para o conjunto da UE), o saldo migratório em Portugal (nesse ano, de 1,3% da população residente) foi o 11º mais elevado, contrastando com os 4,0% de Malta e abaixo do registado na vizinha Espanha (1,5%). No entanto, estes dados têm o efeito da guerra na Ucrânia.³ Se analisarmos os dados de 2021, que excluem este efeito, Portugal ocupou o 4º lugar, com o saldo migratório a representar 0,7% da população residente em Portugal.

Geograficamente, a melhoria do saldo migratório nos últimos anos é marcadamente justificada pelo Norte (em grande parte devido à Área Metropolitana do Porto), Centro (nomeadamente Oeste, Região de Aveiro e de Coimbra) e a Área Metropolitana de Lisboa (destacando-se Lisboa e Sintra). Se analisarmos a evolução do saldo migratório desde 2017 por NUTs verifica-se que o litoral é a zona preferida, destacando-se Lisboa e Porto. No caso de Lisboa, o saldo migratório em 2023 foi quase 3 vezes superior ao registado em 2017. O rácio aproxima-se dos 4 se considerarmos a Área Metropolitana de Lisboa e quase 9 vezes no caso da Área Metropolitana do Porto.

3. Por exemplo, na Alemanha, o aumento de imigrantes ucranianos excedeu os 930.000 em 2022 e na Chéquia o aumento superou os 275.000, o que explica que o saldo migratório na Chéquia tenha passado de representar 0,5% da população residente em 2021 para 2,9% em 2022 (colocando o país no segundo lugar deste ranking).

Perante este contexto, a população estrangeira residente em Portugal atingiu os 9,8% do total em 2023, uma trajetória que não pode ser dissociada do ambiente económico vivido no país: Portugal registou taxas de crescimento do PIB e do emprego perto dos 3%, enquanto a taxa de desemprego caminhava para níveis historicamente baixos.

Mas então quem são as pessoas que escolheram Portugal para começar uma nova vida? Em termos de proveniência, quase 40% da população estrangeira residente em Portugal vem da América Central e do Sul, seguido da Europa (com 27%). Por países, o top 5 das nacionalidades mais representativas na população estrangeira residente inclui o Brasil, seguido de Angola, Cabo Verde, Reino Unido e Índia. O conjunto destas cinco nacionalidades representa mais de metade da população estrangeira em 2023. A evolução dos últimos dois anos é amplamente explicada pelos cidadãos vindos do Brasil (explicam mais de 47% do aumento da população estrangeira dos últimos dois anos), seguindo-se três países africanos (Angola, São Tomé e Príncipe e Cabo Verde), o Bangladesh e a Índia.

Contrariamente ao que acontece com a população portuguesa, mais de metade da população estrangeira é do sexo masculino, ainda que a taxa de masculinidade (ou seja, proporção de homens no total da população) seja bastante distinta entre nacionalidades, com taxas de masculinidade elevadas em países da Ásia (como Índia e Bangladesh, com taxas a rondar os 80%), e taxas bastante mais reduzidas nos indivíduos provenientes de Angola ou do Brasil (com um quase equilíbrio entre homens e mulheres).

Adicionalmente, a população estrangeira é mais jovem do que a população portuguesa (mais concentrados na faixa etária dos 25 aos 44 anos, que representa quase 50% da população estrangeira residente). Isto é refletido na idade mediana que, no caso da população estrangeira residente em Portugal, ronda os 37 anos, face aos quase 48 anos no caso da população portuguesa. Por fim, são também mais qualificados: 30,5% tem o ensino superior, face aos quase 25% da população portuguesa; se olharmos para os níveis de ensino inferiores, 47,1% da população portuguesa tinha apenas o ensino básico concluído, face a 25,8% na população estrangeira.

É inegável a importância da imigração para um país a sofrer as consequências de um envelhecimento acentuado. Um estudo recente da Fundação Francisco Manuel dos Santos⁴ conclui que, num cenário sem migrações, o crescimento natural da população seria insuficiente para colmatar a procura de recursos humanos, independentemente do cenário económico analisado (ou seja, se se assume um cenário económico mais positivo ou mais negativo). Mais concretamente, para termos ideia da dimensão, mesmo

4. Para mais informações, ver Peixoto, J. [et al.] (2017). «Migrações e sustentabilidade demográfica». Fundação Francisco Manuel dos Santos.

População estrangeira residente em Portugal em 2023

	Total	% sobre total de estrangeiros	Variação nos últimos dois anos		
			Em nº	Em %	% do aumento de estrangeiros
Brasil	368.391	35,3	163.722	80	47,4
Angola	55.564	5,3	29.813	116	8,6
Cabo Verde	48.792	4,7	14.804	44	4,3
Reino Unido	47.407	4,5	5.475	13	1,6
Índia	44.048	4,2	13.800	46	4,0
Itália	36.227	3,5	5.408	18	1,6
Guiné-Bissau	32.523	3,1	12.177	60	3,5
Nepal	28.914	2,8	8.425	41	2,4
China	28.123	2,7	5.149	22	1,5
França	27.549	2,6	830	3	0,2
São Tomé e Príncipe	26.460	2,5	15.284	137	4,4
Bangladeche	25.662	2,5	14.726	135	4,3
Ucrânia	23.499	2,3	-3.695	-14	-1,1
Alemanha	22.858	2,2	4.518	25	1,3
Roménia	20.881	2,0	-8.030	-28	-2,3
Espanha	20.573	2,0	2.027	11	0,6
Paquistão	17.147	1,6	9.651	129	2,8
EUA	14.091	1,3	7.222	105	2,1
Países Baixos	13.592	1,3	2.579	23	0,7
Rússia	10.894	1,0	5.744	112	1,7

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

num cenário de crescimento económico baixo, em 2040 haveria um défice de quase 600.000 pessoas, agravando-se para mais de 1 milhão em 2060. Se olharmos para um cenário mais positivo de crescimento económico, o défice superaria os 2,5 milhões em 2060.

No entanto, importa ter presente duas questões: tal como o estudo refere, o aumento dos saldos migratórios não é, por si só, solução para resolver os problemas associados ao envelhecimento da população portuguesa (por exemplo, não resolve a insuficiência de infraestruturas de apoio às pessoas mais velhas, como apoio domiciliário, ou de cuidados de saúde). Adicionalmente, importa garantir que a integração de estrangeiros é feita de forma adequada, de forma a evitar perceções negativas por parte dos nacionais.⁵

Vânia Duarte

5. O Barómetro da Imigração da Fundação Francisco Manuel dos Santos revela que as perceções dos portugueses se alteram mediante as nacionalidades, aceitando mais facilmente os indivíduos que vêm de países com culturas mais semelhantes à nossa. Outras conclusões do estudo apontam que 51% dos portugueses consideram que os imigrantes são uma ameaça simbólica aos valores e tradições portuguesas (principalmente acentuado em determinados grupos de nacionalidades) e que contribuem para o aumento da criminalidade (resposta dada por mais de 67% dos inquiridos).

As contas económicas da agricultura em 2024

Em dezembro passado o INE divulgou a primeira estimativa das contas económicas da agricultura para 2024. São estes dados que nos permitem avaliar a performance global do setor ao nível do volume de produção, preços, custos intermédios e valor acrescentado, por exemplo. Neste artigo procuramos aclarar estes aspetos.

Aumento do volume de produção e condições climatológicas

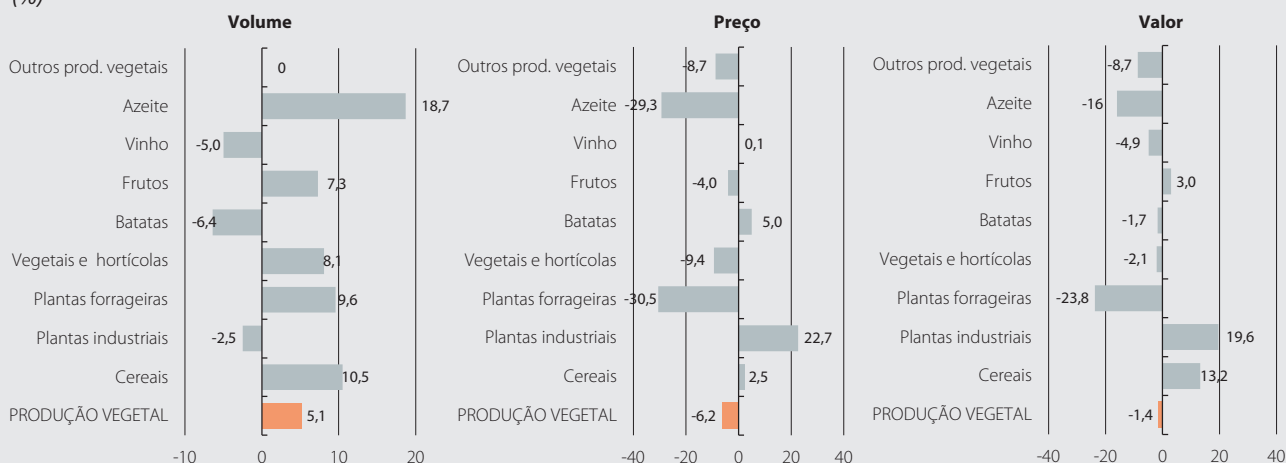
Em 2024 o volume global da produção do ramo agrícola da economia aumentou 4,4%. A produção vegetal, a mais importante, aumentou 5,1% e a produção animal aumentou 3,6%. Apesar dos aumentos de quantidade, o recuo de preços na produção vegetal de -6,2% e na produção animal de -3,5%, resultaram praticamente numa estabilização do valor total da produção agrícola face ao anterior (-0,5%).

Foi um ano agrícola mais beneficiado pelas condições climatológicas, o que favoreceu os volumes. Ao contrário do que aconteceu no ano anterior, não houve território afetado por seca severa. O nível de precipitação também permitiu que a percentagem do volume total de armazenamento das barragens tenha sido, a partir de fevereiro, superior à do ano anterior e à média 1990-2024 (a norte do Tejo foi o sexto ano agrícola mais chuvoso dos últimos vinte).

Contudo, as variações de volume e preço têm diferentes explicações consoante o tipo de cultura que estivermos a falar. Por exemplo, para os Vegetais e produtos hortícolas prevê-se um aumento em volume nos quais se destaca o tomate para indústria, cuja produção deverá aumentar 3,5% devido ao alargamento da área cultivada em 5,0%, uma vez que a produtividade e respetiva qualidade dimi-

Variação da produção vegetal em 2024

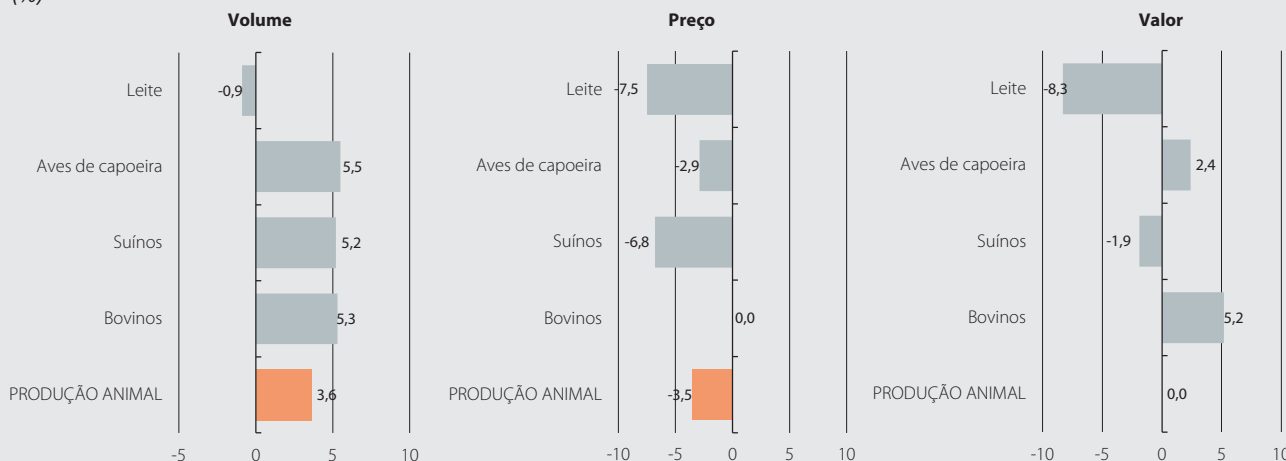
(%)



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

Variação da produção animal em 2024

(%)

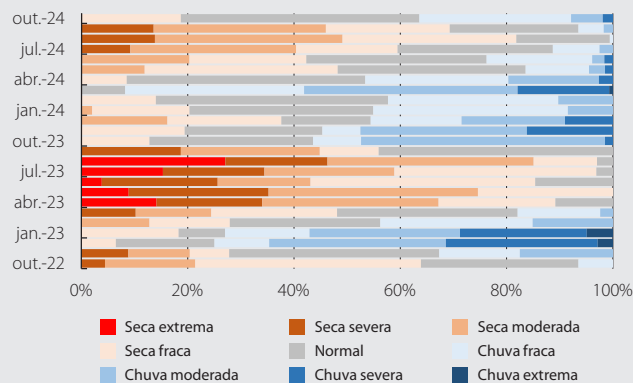


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

nuíram. A redução do preço dos vegetais e produtos hortícolas (-9,4%) deve-se fundamentalmente aos hortícolas frescos (-14,2%).¹ A Batata terá diminuído 6,4% em volume, em consequência de decréscimos de área e produtividade nas principais regiões produtoras, tendo a área plantada atingido o valor mais baixo da série. Os preços deverão ter aumentado 5,0%, refletindo a redução da produção. Nos Frutos prevê-se um acréscimo da produção em volume (7,3%), com destaque para as azeitonas (27,1%), devido à entrada em produção de novos olivais no Alentejo.² Os preços dos Frutos deverão diminuir 4,0%, sendo de destacar as azeitonas (-29,5%). Esta diminuição terá como principal causa a normalização da procura de azeitona para azeite, que foi muito elevada nos anos anteriores, em resultado da escassez no mercado internacional. No Vinho, as vindimas decorreram com normalidade, estimando-se um decréscimo de produção face ao ano anterior (-5,0%), e, apesar de alguns problemas fitossanitários são esperados vinhos de boa qualidade. Já numa das culturas com grande relevância no setor – o Azeite – é expectável um acréscimo de produção em volume (18,7%), em resultado da conjugação da excelente campanha anterior (2023/2024) com a boa campanha em curso (2024/2025). O preço deverá registar uma diminuição acentuada (-29,3%), comparativamente aos elevados preços praticados em 2023, como consequência do aumento da produção mundial de azeite e da normalização da oferta.

Na produção animal salienta-se aumento de abate de Bovinos, o que estará relacionado com perturbações de exportações de animais vivos para Israel, tendo, por isso, aumentado o abate destes animais em Portugal. Para as Aves de capoeira prevê-se um acréscimo do volume

Índice PDSI (Palmer Drought Severity Index)
% do território



Nota: Índice PDSI baseia-se no conceito do balanço da água tendo em conta dados da quantidade de precipitação, temperatura do ar e capacidade de água disponível no solo e permite detetar a ocorrência de períodos de seca classificando-os em termos de intensidade.
Fonte: BPI Research a partir de dados do IPMA.

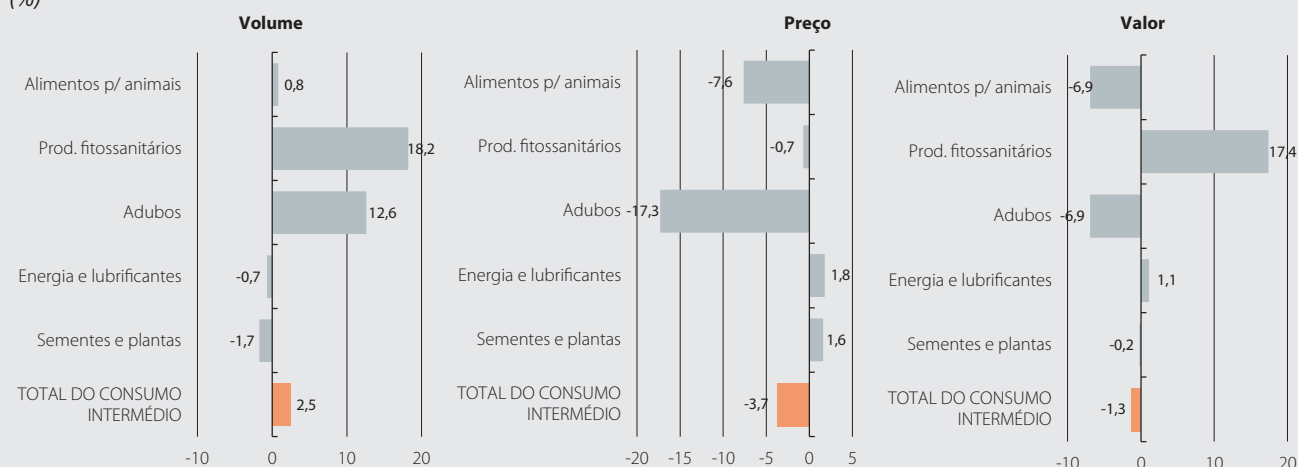
(5,5%), devido a uma maior produção de frango e de peru (produção particularmente afetada por problemas sanitários em 2023).

Os custos intermédios e a rentabilidade

O valor dos custos intermédios reduziu ligeiramente o seu peso face ao valor total da produção agrícola, o que contribuiu para uma ligeira melhoria do VAB face ao ano anterior (+1%). Em concreto, apesar do incremento da quantidade utilizada de Adubos, Produtos fitossanitários e Alimentos para animais, a redução dos preços (em especial nos Adubos e nos Alimentos para animais, -17,3% e -7,6%, respetivamente), permitiu a redução dos custos intermédios como um todo.

Variação dos consumos intermédios em 2024

(%)



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

1. Note-se que, em 2023, o preço dos hortícolas frescos tinha aumentado 23,2%.

2. O preço das azeitonas deverá, contudo, diminuir (-29,5%) face à normalização da procura de azeitona para azeite, que foi muito elevada nos anos anteriores em resultado da escassez no mercado internacional.

Pelo segundo ano consecutivo, a variação dos preços dos Adubos e corretivos do solo foi negativa (em 2023 o preço tinha diminuído 26,8%), após o aumento de 29,5% em 2022 associado aos efeitos colaterais da guerra na Ucrânia (a Rússia é um importante produtor de fertilizantes). Na rubrica dos Alimentos para animais o INE salienta que a produção abundante de pastagem durante o ano de 2024 possibilitou que, na grande maioria das explorações, a alimentação dos efetivos pecuários em regime extensivo fosse efetuada sem necessidade de suplementação antecipada. Além disso, a boa produção forrageira aumentou consideravelmente a capacidade de autoaprovisionamento de fenos e silagens, reduzindo a necessidade de adquirir alimentos conservados e rações. Ou seja, o aumento da disponibilidade de alimento teve reflexo na descida dos preços.

Efetivamente, o Excedente líquido de exploração do setor melhorou 21,8% (+540 milhões de euros) e o *bottom line* (Rendimento empresarial líquido) melhorou 23,5% face a 2023 (+530 milhões de euros). Apesar dos custos intermédios terem recuado mais de 102 milhões de euros em termos absolutos, não foram o maior contribuidor para esta melhoria de rentabilidade – o grande responsável foi a rubrica dos Outros subsídios à exploração. O INE indica que a transição para o novo plano de Política Agrícola Comum intensificou o apoio aos produtores resultando num aumento de 728 milhões nos subsídios (+128%), após um decréscimo em 2023 (-33%).

Em suma, a performance do setor agrícola foi mais positiva em 2024 fruto de aumentos da produção em volume, alguns recuos de preço nos inputs e reforço dos subsídios. O setor agrícola tinha vindo a perder peso na economia nacional a partir de 2020, e até 2022. Em 2023 recuperou ligeiramente (VAB da Agricultura equivaleu a 2,19% do VAB total da economia). O desempenho em 2024, que explicámos neste artigo, terá contribuído para manter este peso.³

Tiago Belejo Correia

3. À data que escrevemos os dados estão disponíveis até ao 3T 2024.

Preços Agroalimentares: do produtor ao consumidor e da pressão à acalmia

Os preços dos produtos alimentares foram, juntamente com os da energia, atores principais do choque inflacionista que se iniciou em 2021 e se intensificou em 2022, em consequência da guerra na Ucrânia. Concretamente, face ao pré-pandemia, verificamos que em novembro de 2024 os preços dos bens alimentares e bebidas não alcoólicas encareceram 31,6%, mais de 10 p. p. acima do aumento da energia (19,4%) e mais de 14 p. p. acima do IPC global (17,2%); como vemos na primeira imagem. O aumento de preços neste horizonte temporal foi especialmente castigador do consumidor português em produtos básicos como os óleos e gorduras (que inclui o azeite, +55,5%), os produtos hortícolas (+36,8%), as Frutas e a Carne (ambos +34,5%).

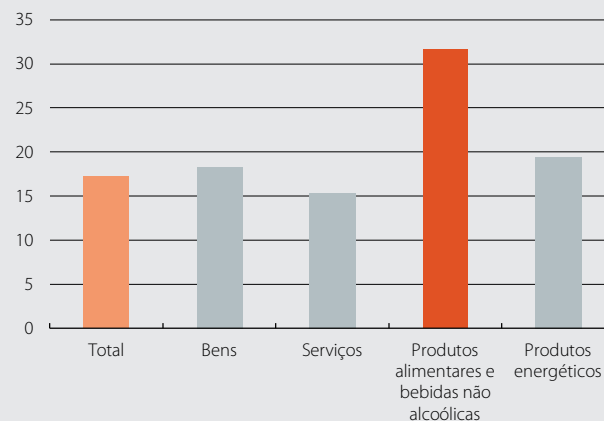
No início de 2023 a inflação alimentar superou os 21%. Nessa altura, 66% do cabaz alimentar registava ritmo de aumento de preço acima de 20% em termos homólogos e o restante cabaz aumentava de preço entre 10% e 20% (segundo gráfico). Desde então a inflação alimentar tem vindo a moderar-se chegando mesmo a registar taxa nula em março de 2024. Nos últimos meses a inflação alimentar e a inflação global apresentaram valores similares,¹ mas a inflação alimentar apresenta ainda uma dispersão significativa: em novembro de 2024 20% do cabaz alimentar apresentava inflação entre 5% e 10% enquanto no outro extremo há já 33% do cabaz com inflação inferior a 2%.

Um dos principais fatores para a subida dos preços dos produtos alimentares foi o aumento acentuado dos custos de produção no sector agrícola. Medido pelo índice de preços dos meios de produção na agricultura verificamos que a inflação destes *inputs* atingiu o seu pico em junho de 2022 (34,7% homólogo). Até junho de 2022 o aumento de preços nas sementes & plantas bem como nas máquinas & equipamentos foi mais modesto (+9,5% e +16,9%, respetivamente), mas registou um carácter explosivo noutras categorias como a Energia & lubrificantes (+64,5%), os Alimentos para animais (+65,7%) e principalmente os Adubos e corretivos do solo (+185,7%). Para isto contribuiu o evento da guerra na Ucrânia e o facto da Rússia ser um importante produtor a nível mundial de adubos/fertilizantes. Face ao pré-pandemia os adubos e os alimentos para animais continuavam a custar quase o dobro no final de 2023, embora no 1T 2024 se tenham assistido a ligeiras correções em baixa nestas duas rúbricas (-1,4% e -3,4%, respetivamente). Como podemos ver no quarto gráfico,

1. Em novembro de 2024 2,5% para o IPC Global e 2,7% para o IPC de produtos alimentares e bebidas não alcoólicas.

Variação dos preços no consumidor

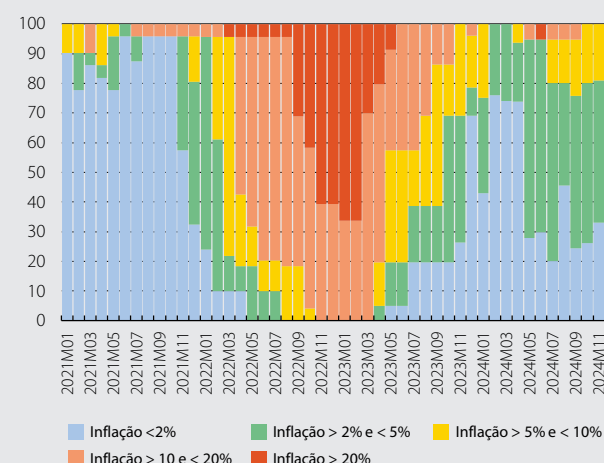
Nov. 24 face a dez. 19 (%)



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

Semáforo da inflação dos produtos alimentares

Em % da subclasse de alimentos do IPC



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

Preços pagos pelos agricultores

Variação (%)

	Dez. 19 - Jun. 22	Dez. 19 - Dez. 23	Dez. 23 - Mar. 24
Total	46,4	45,8	-0,5
Sementes & Plantas	9,5	17,7	4,7
Energia & lubrificantes	64,5	38,4	1,9
Adubos	185,7	83,8	-1,4
Produtos de proteção das culturas	39,0	48,3	0,0
Alimentos p/ animais	65,7	79,2	-3,4
Máquinas & equipamentos	16,9	21,4	3,0

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

existiu neste período forte correlação entre preços dos *inputs* agrícolas, preços à saída da exploração agrícola e preços dos bens alimentares no consumidor. Interessante notar o desfasamento temporal entre aumento dos preços dos *inputs* e aumento de preços no produtor. Com efeito, verificou-se que o elevado aumento de preços nos *inputs* refletiu-se nos preços à saída do produtor entre 7 e 9 meses depois, sendo que a transferência entre preços no produtor e consumidor é muito mais rápida. Isto poder-se-á dever não só à duração do ciclo de exploração da atividade agrícola mas também aos contratos pré-estabelecidos entre produtores e a grande distribuição para os preços a pagar em cada campanha. Ou seja, durante determinado período os produtores não terão capacidade de transferir total e imediatamente os aumentos inesperados dos seus custos para quem lhes adquire a produção, pelo facto de os contratos estabelecidos não o permitirem. Naturalmente, para os preços no produtor e no consumidor concorrem outros fatores: as condições climatológicas, o volume de produção de cada produto, os custos do fator trabalho (quer no setor agrícola quer na grande distribuição), a fiscalidade,² os outros custos de contexto dos retalhistas e a própria concorrência e *pricing power* entre estes.

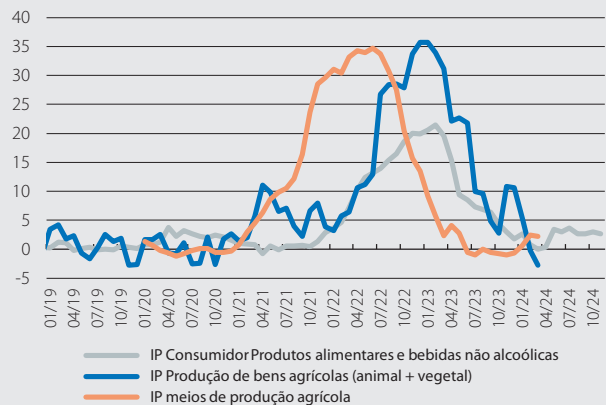
Olhando para os próximos trimestres, esperamos que a tendência de moderação dos preços se consolide. Os preços dos principais produtos agrícolas transacionados nos mercados internacionais diminuíram em relação aos seus picos de 2022 e os mercados de futuros apontam para uma tendência um pouco mais estável, com preços mais próximos dos prevaletentes antes do início da guerra na Ucrânia. Em particular, os mercados de futuros preveem que o preço do trigo rondará os 600 dólares por *bushel* nos próximos dois anos. Este valor é ligeiramente superior ao preço registado em dezembro de 2019 (550 dólares), mas muito inferior ao pico atingido na primavera de 2022, quando ultrapassou os 1.100 dólares. Prevê-se uma tendência semelhante para os preços do milho e da soja, como se pode ver no último gráfico. Esta tendência de moderação gradual dos preços agrícolas reflete, por um lado, as perspectivas favoráveis para a oferta de cereais durante a campanha de 2024-2025 e, por outro, os sinais de abrandamento da atividade económica mundial, com taxas de crescimento mais modestas (em especial na China), o que está a moderar a procura de produtos agrícolas nos mercados internacionais.

Tiago Belejo Correia

2. Relembrar que durante este período chegou a vigorar a medida do «IVA Zero» num cabaz alargado de produtos alimentares.

Preços no consumidor, no produtor e dos meios de produção

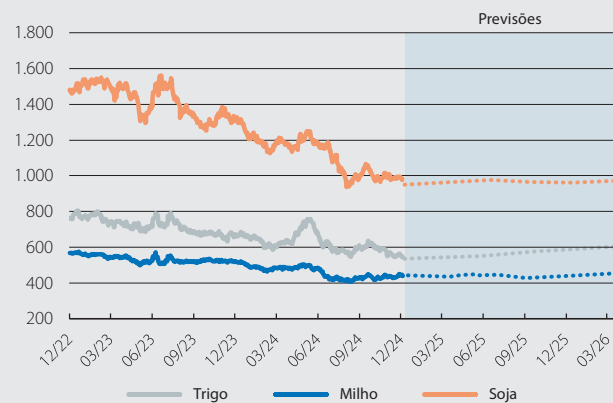
Var. homóloga (%)



Nota: IP Produção de bens agrícolas refere-se preço de primeira venda pelo agricultor/produtor, à saída da exploração agrícola/unidade produtiva. Para IP Produção e IP meios de produção os dados estão disponíveis até março de 2024.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Preços internacionais das commodities alimentares

Dólares por unidade de produto



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

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	11/24	12/24	01/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,5	2,1	1,4	1,1	1,2	1,3	1,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,3	1,4	1,4	-0,8	-0,9	-2,5	-4,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-7,9	-6,7	-6,2	-3,9	-3,5	-4,1	-4,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	...	-17,5	8,4	12,0	...	26,9	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	...	-4,1	10,4	19,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	5,5	6,8	8,5	13,2	13,7	13,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,1	6,2	13,1	9,5	7,8	6,2	6,4	6,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,6	5,5	6,3	4,3	-0,4	11,9	12,3	17,9	20,2
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,4	1,8	2,2	3,9	5,7	5,5	5,9	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,5	2,4	2,2	2,5	3,0	3,0	3,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-14,0	-15,0	-15,1
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	...	1,4	1,0	1,2	...	1,3	1,4	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	...	6,8	6,1	6,1	...	6,6	6,4	...
PIB	2,3	3,3	1,4	1,6	1,9	2,7	-	-	-

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	11/24	12/24	01/25
Inflação global	4,4	2,4	2,2	2,7	2,2	2,6	2,5	3,0	2,5
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,6	2,8	2,6

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	11/24	12/24	01/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	...	-5,5	-3,7	0,8	...	2,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	...	-7,3	-5,6	-0,9	...	1,2	...	...
Saldo corrente	1,3	...	3,1	4,4	5,2	...	5,7	...	...
Bens e serviços	3,3	...	4,6	5,2	5,8	...	6,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,0	...	-1,5	-0,8	-0,7	...	-0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,0	...	6,9	8,0	8,5	...	9,3	...	...

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	11/24	12/24	01/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	2,7	5,6	6,0	7,5	6,9	7,5	...
À vista e poupança	-18,5	-0,3	-14,8	-8,6	-6,7	-0,3	-2,1	-0,3	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	27,1	24,0	20,9	15,3	16,6	15,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	9,1	4,5	29,1	26,7	11,1	26,7	...
TOTAL	-2,6	7,9	2,9	5,6	6,7	7,9	7,1	7,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	2,2	-0,8	-0,3	1,1	2,2	1,9	2,2	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,3	-1,7	-1,7	-0,6	-0,3	0,0	-0,3	...
Famílias - habitações	-1,4	3,3	-0,7	0,1	1,5	3,3	2,6	3,3	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,8	1,5	2,5	4,0	4,8	4,2	4,8	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	5,9	-5,8	-4,1	0,6	-4,0	0,6	...
TOTAL	-1,7	2,2	-0,5	-0,5	0,9	2,2	1,7	2,2	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	...	2,7	2,6	2,6	...	-	-	-

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 terminou bem 2024 e encara 2025 com otimismo

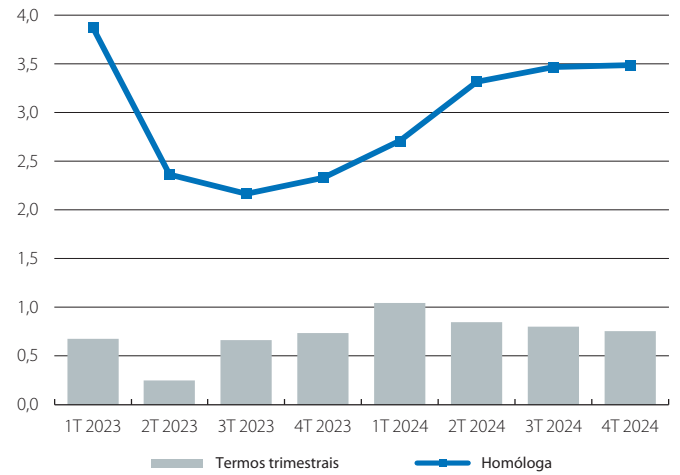
A atividade mostrou um dinamismo notável num ambiente desafiante. A economia espanhola cresceu 3,2% em 2024 e superou as nossas previsões de há um ano a esta parte, que apontavam para um crescimento de 1,4%, apesar da incerteza geopolítica, da inflação elevada e das taxas de juro em níveis ainda restritivos. Este crescimento deve-se ao bom desempenho do setor externo, ao turismo (que contribuiu em 0,7 p. p. para o crescimento) e à progressiva reativação do consumo privado, que vai ganhando protagonismo face ao consumo público, que foi muito substancial até ao 3T. Em 2025, prevê-se que a economia continue a crescer acima da média da Zona Euro, apoiada pelo dinamismo do consumo das famílias, graças à recuperação do poder de compra, e à recuperação do investimento. Os substanciais desafios geopolíticos e o débil crescimento europeu apresentam-se como os principais fatores de risco.

O PIB de Espanha cresce vigorosamente no 4T 2024 e supera as expectativas. No 4T 2024, o PIB cresceu 0,8% face ao trimestre anterior e 3,5% em termos homólogos, mantendo o ritmo apresentado no 3T. Este crescimento contrasta com a estagnação da Zona Euro. No total de 2024, o PIB cresceu 3,2%, 5 décimas acima do valor registado em 2023, ficando 7,6% acima do nível pré-pandemia. Tendo em conta a surpresa positiva do crescimento do PIB no 4T, iremos rever em alta a previsão de crescimento para 2025, que se cifra atualmente em 2,3%, graças ao efeito em cascata gerado pela aceleração do crescimento no segundo semestre do ano passado. O mercado de trabalho também trouxe boas notícias: segundo a EPA, a taxa de desemprego caiu para 10,6% no 4T, o valor mais baixo desde o 2T 2008, e a população ativa aumentou em 34.800 pessoas face ao trimestre anterior, apresentando uma melhoria relativamente à média do 4T no período 2014-2019 (+28.300).

A procura interna, especialmente em matéria de consumo privado e investimento, foi o principal motor do crescimento no 4T, contribuindo 1,2 p. p. para o crescimento do PIB face ao trimestre anterior. O consumo privado registou um forte crescimento de 1,0% em termos trimestrais, enquanto o investimento, especialmente em equipamentos e construção, apresentou uma subida significativa. Em contraponto, a procura externa teve um contributo negativo de 0,4 p. p. para o crescimento trimestral, devido à queda das exportações de mercadorias (-1,1% face ao trimestre anterior) e ao maior dinamismo das importações.

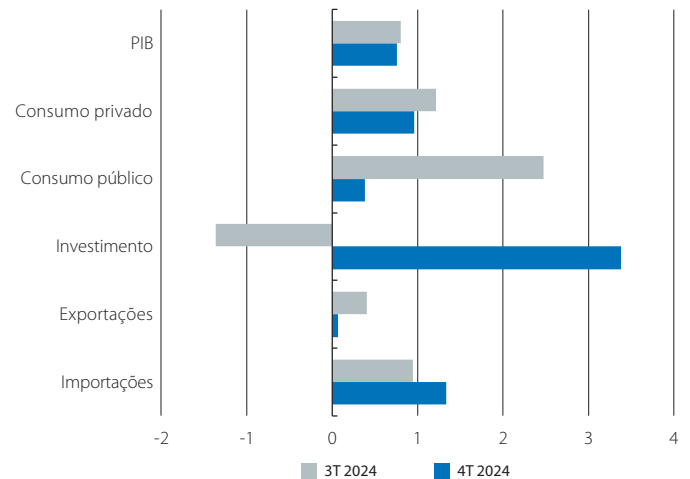
Balanço globalmente positivo dos primeiros indicadores de atividade disponíveis para 2025, embora com um ritmo inferior ao do 4T 2024. Assim, segundo os dados de inscrições na Segurança Social, o ano começou de forma positiva. Ainda que, como habitualmente em janeiro, as inscrições tenham diminuído, em termos corrigidos de sazonalidade, o número de pessoas empregadas aumentou 35.750. Por seu turno, em janeiro, o índi-

Espanha: PIB Variação (%)



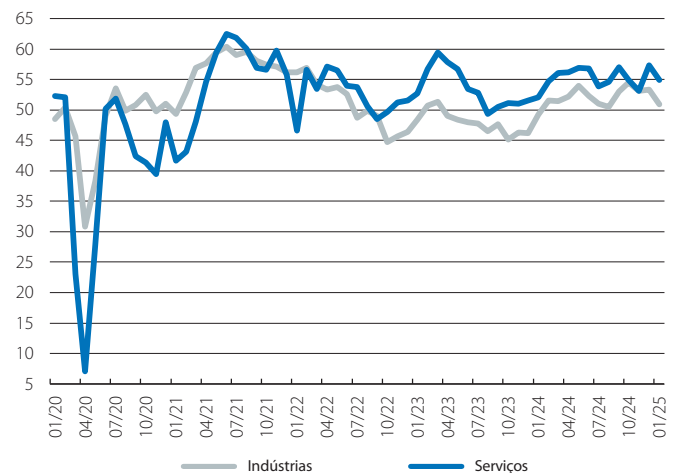
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: componentes do PIB Variação em termos trimestrais (%)



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

Espanha: PMI Nível



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

ce PMI para o setor dos serviços situou-se nos 54,9 pontos, mantendo-se na zona de expansão (>50), embora abaixo do registo de dezembro (57,3). No entanto, a indústria transmitiu percepções menos animadoras, pois o PMI da indústria transformadora desceu para 50,9 pontos em janeiro, ligeiramente acima da fronteira expansão/contração e abaixo do valor registado em dezembro (53,3), afetado pela desaceleração no ritmo de crescimento de novas encomendas e da produção. No mesmo sentido, o monitor do consumo desenvolvido pelo Caixabank Research mostra que em janeiro a atividade dos cartões espanhóis terá mantido o seu dinamismo, com um crescimento de 3,9% face ao período homólogo, face a 3,2% em dezembro e 4,1% em novembro.

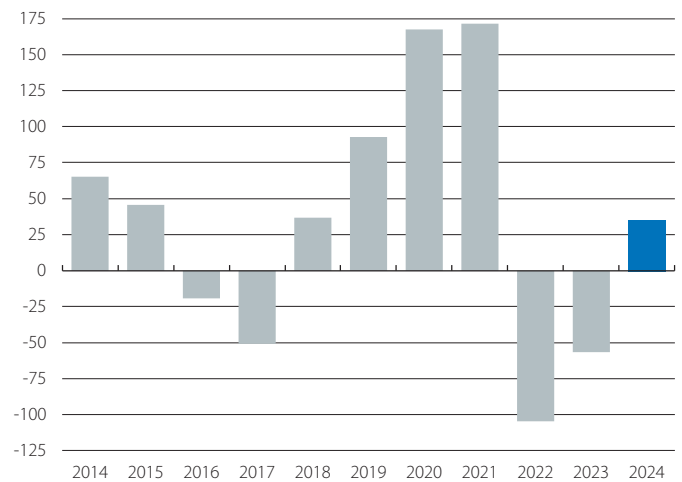
Embora a inflação subjacente tenha mantido a sua tendência descendente em janeiro, a inflação global aumentou ligeiramente devido à energia. A inflação global cifrou-se nos 3,0% em janeiro, 2 décimas acima do valor de dezembro. Já a inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não processados) desceu 2 décimas para 2,4% (um ano antes, cifrava-se nos 3,6%). A ligeira subida da inflação global em janeiro explica-se pelo aumento dos preços dos combustíveis e, em menor medida, da eletricidade, devido à subida dos impostos na fatura de eletricidade (por exemplo, o IVA da eletricidade passou de 10% para 21% a 1 de janeiro). A descida da inflação subjacente parece indicar que as tendências de fundo dos preços se mantêm em baixa, apesar da subida do indicador global.

As transações de habitações em Espanha continuam a crescer a dois dígitos. As compras e vendas voltaram a crescer fortemente em novembro (15% em termos homólogos), consolidando os excecionais aumentos registados em meses anteriores (51% em termos homólogos em outubro). A alteração da política monetária nos últimos meses explica grande parte da reativação do setor em 2024. Entre janeiro e novembro, efetuaram-se 591.500 transações, um crescimento de 8,1% em termos homólogos. O dinamismo nas compras e vendas, juntamente com a aceleração dos preços num contexto de forte procura e uma oferta que está a acompanhar esse ritmo, levou-nos a aumentar as previsões de preços e transações em 2024 e 2025, conforme explicado em detalhe no Focus «Novas previsões para o setor imobiliário espanhol: o ciclo ascendente consolidou-se em 2025» nesta mesma publicação.

O ótimo momento do turismo em Espanha permitiu melhorar o saldo da balança corrente, apesar da debilidade nas exportações de bens. Em termos acumulados no ano até novembro, as exportações de bens estagnaram face ao período homólogo, face à queda das importações no mesmo período (-0,26% em termos homólogos), embora estas tenham vindo a melhorar. Até novembro, o défice comercial situou-se em -2,3% do PIB, o que representa uma melhoria em relação aos -2,5% registados nos primeiros 11 meses do ano anterior. Por sua vez, o excedente dos serviços acumulado até novembro subiu para 6,5% do PIB (6,3% em novembro de 2023), impulsionado pela invejável saúde do turismo, que fechou 2024 com números extraordinários. Em 2024, as chegadas de turistas ascenderam a cerca de 94 milhões, mais 10,1% do que em 2023, com estes a gastarem mais 16,1% do que em 2023.

Espanha: população ativa

Variação trimestral no 4T (milhares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

Espanha: IPC

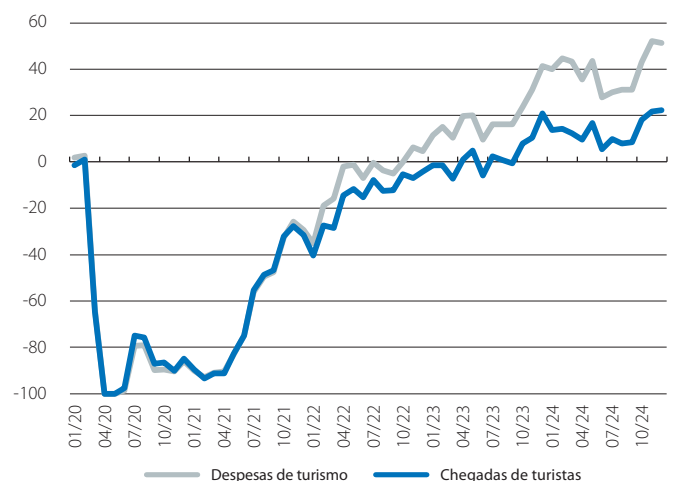
Variação homóloga (%)



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

Espanha: indicadores de turismo estrangeiro

Variação em relação ao mesmo mês de 2019 (%)



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

Estratégia do Tesouro 2025 na ótica de redução do défice público espanhol

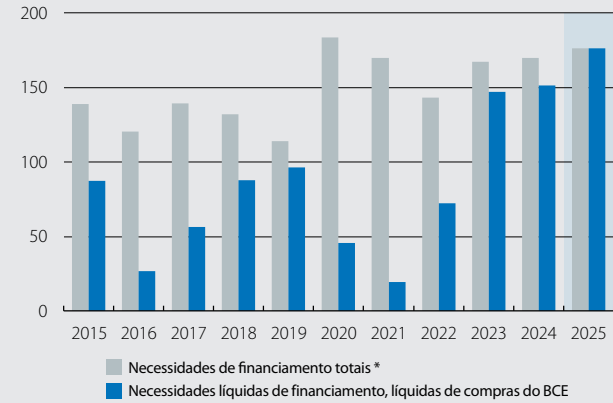
Contexto: ajustamento das contas públicas no âmbito das novas regras orçamentais

Em 2025, prevemos um ajustamento do défice público em cerca de meio ponto percentual do PIB, para cerca de 2,8% do PIB. Esta diminuição deve-se em grande parte ao fim das reduções fiscais e das ajudas diretas, que em 2024 representavam 5.500 milhões de euros (0,4% do PIB). Este cenário fiscal já tem em conta um aumento excepcional das despesas de várias décadas devido às medidas de apoio da DANA, largamente compensado pelas novas medidas de receitas aprovadas em dezembro (taxa mínima de 15% para as multinacionais, aumento da taxa marginal máxima de IRS para os rendimentos de capital, imposto sobre os vapores...). Não obstante, caso o orçamento deste ano fosse aprovado e incorporasse medidas de despesa adicionais, o défice poderia ser um pouco mais elevado.

Um défice inferior a 3,0% é muito inferior ao esperado em países como França (entre 5% e 6% do PIB) ou Itália (défice de cerca de 3,5%) e é totalmente coerente com as regras orçamentais que começam a ser aplicadas este ano. Espanha comprometeu-se, concretamente, no Plano Fiscal e Estrutural 2025-2031, recentemente aprovado pelo Conselho Europeu, a um ajustamento do saldo estrutural primário em 4 décimas em 2025.¹ Dado que se prevê que as despesas com juros se mantenham estáveis em percentagem do PIB em 2025, o ajustamento do défice resultará basicamente de uma redução do défice estrutural primário com a retirada de ajudas (regra geral, a Comissão Europeia tem uma definição muito restritiva do que considera uma medida *one-off*, pelo que as medidas de combate à inflação se enquadram no perímetro do saldo estrutural).

Espanha: necessidades de financiamento do Tesouro

(Mil milhões de euros)



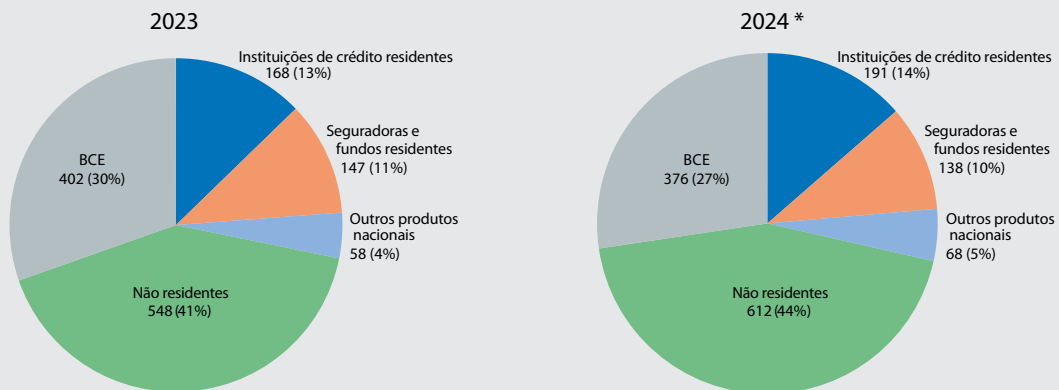
Nota: * Os valores dos reembolsos não incluem as letras.
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

Por conseguinte, a boa posição cíclica da economia permitirá um crescimento robusto das receitas públicas de cerca de 6% em termos homólogos, enquanto o aumento das despesas públicas será inferior, dado que o plano estrutural prevê que o crescimento das despesas primárias líquidas² calculáveis de Espanha em 2025 (que não inclui as medidas NAD) seja ligeiramente inferior a 4%.³

Apesar da redução prevista do défice, as necessidades de financiamento do Tesouro continuam a ser elevadas. No horizonte de 2025, o Tesouro prevê uma emissão líquida de 60.000 milhões de euros, coberta principalmente por ins-

Espanha: detentores de dívida pública (Bilhetes do Tesouro, obrigações e títulos de dívida)

Mil milhões de euros e estrutura (%)



Nota: * Dados de novembro de 2024.
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

1. O plano propõe um ajustamento orçamental cumulativo em 2024-2031 do saldo primário estrutural de 2,9 pontos do PIB (0,42 pontos em média por ano). Por conseguinte, tendo em conta que as despesas com juros se manterão estáveis abaixo dos 3% do PIB, o défice público passaria de 3,0% do PIB em 2024 para 0,8% em 2031 e o saldo primário de -0,4% do PIB em 2024 para +2,0% em 2031.
2. As despesas elegíveis incluem as despesas públicas líquidas de despesas com juros, medidas discricionárias em matéria de receitas, despesas com programas da UE totalmente compensadas por receitas provenientes de fundos da UE, despesas nacionais com o cofinanciamento de programas financiados pela UE, elementos cíclicos das despesas com subsídios de desemprego e medidas pontuais e outras medidas temporárias.
3. O crescimento líquido das despesas primárias seria, em média, de 3% entre 2025 e 2031.

trumentos de médio e longo prazo. Esse valor é elevado, superior em 5.000 milhões ao de 2024, devido às necessidades de financiamento decorrentes das medidas de apoio aos afetados pela DANA (recorde-se que o governo central aprovou medidas de mais de 16.000 milhões, com um impacto no déficit de 5 p. p. do PIB), mas inferior em 5.000 milhões ao de 2023. A emissão bruta de dívida de médio e longo prazo será de 176.514 milhões de euros.

Estratégia do Tesouro após a conclusão do recuo do BCE

O BCE termina a sua retirada este ano e deixará de reinvestir, o que significa uma mudança de cenário para a colocação da dívida a emitir.⁴ No entanto, o contexto de taxas de juro mais elevadas em relação ao período 2016-2022 e a ancoragem das expectativas deverão aumentar a atratividade da dívida pública para os investidores, sejam eles nacionais ou estrangeiros. Os investidores estrangeiros aumentaram as suas participações na dívida espanhola em 64.300 milhões de euros em 2024, muito acima da média histórica 2003-2021 (aumento médio anual de 16.400 milhões). Consequentemente, o seu peso no total da dívida espanhola (incluindo os BT's, que representam apenas 5% da carteira de dívida) aumentou para 44,2%, contra 40,3% no final de 2022.

Já os pequenos investidores espanhóis lideraram o interesse nacional pelos Bilhetes do Tesouro, tornando-se o seu principal detentor, com um aumento histórico de 24.125 milhões de euros desde o final de 2022, embora tenha estabilizado no período das primeiras descidas de taxas (-1.370 milhões entre junho e novembro). Os investidores nacionais representam, assim, no seu conjunto, 28,6% de toda a dívida remanescente (26,3% no final de 2022).

Se considerarmos o *stock* total, estimamos que a dívida pública detida pelo BCE representará 25,7% da dívida total (26,3% do PIB) em 2025, deixando os restantes 73,7% (75,9% do PIB) nas mãos de outros investidores. Entre 2012 e 2015, o montante da dívida em percentagem da dívida total detida por outros intervenientes que não o banco central excedeu largamente este valor (com um pico de 101,6% do PIB em 2014).

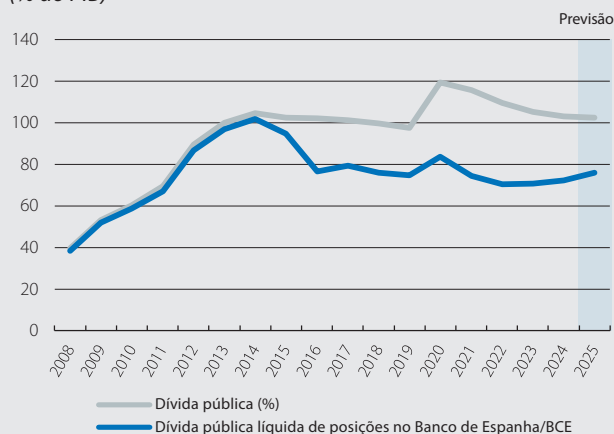
No ano de 2024, o custo médio das novas emissões do Tesouro espanhol desceu para 3,16%, menos 28 p. b. do que em 2023 e 80 p.b. abaixo do máximo registado em outubro de 2023. Tal redução está em consonância com a descida cumulativa das taxas do BCE, que continuam a ser superiores ao custo médio da carteira, o que fará com que o custo médio continue a aumentar temporariamente. A maturidade média da carteira manteve-se estável em cerca de oito anos, uma vez que o Tesouro aproveitou os anos de taxas baixas para emitir na parte mais longa da curva. Esta estabilidade atenuou o impacto da subida das taxas de juro, com o custo médio da dívida a aumentar apenas 57 p. b. desde 2021, apesar da subida significativa das taxas de juro.

Prevê-se que, em 2025, o custo médio de toda a dívida pública aumente de forma muito moderada, dado que uma

4. Já em 2024, o BCE cessou as compras líquidas de dívida soberana espanhola e limitou-se a reinvestir os reembolsos do PEPP (programa extraordinário de flexibilização quantitativa devido à pandemia) no montante de 18.600 milhões (1,2% do PIB). Em 2025, o BCE deixará de reinvestir os reembolsos do PEPP.

Espanha: dívida pública

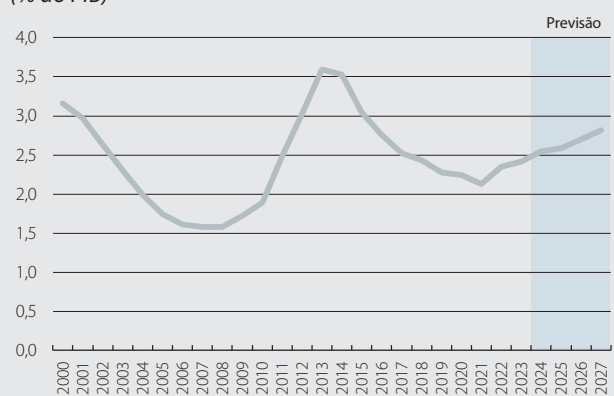
(% do PIB)



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

Espanha: pagamentos de juros da dívida pública

(% do PIB)



Nota: Dado que a maturidade média é de 8 anos, a previsão é efetuada com base na taxa de mercado implícita a 8 anos.

Fonte: BPI Research.

parte significativa da dívida a amortizar foi emitida há sete ou oito anos a taxas inferiores às atuais taxas de emissão. Mais concretamente, os pagamentos de juros da dívida das administrações públicas, tendo em conta a recuperação das taxas soberanas através de vários canais, como a influência da recuperação das taxas soberanas nos EUA, expectativas de maior crescimento e maior incerteza quanto à evolução das taxas a médio e longo prazo... poderá situar-se em 2,5%-2,6% do PIB em 2025, um nível semelhante ao de 2023-2024 e alinhado com as expectativas da AIRef, mas inferior ao de há uma década (em 2014, por exemplo, atingiu 3,5%).

Com efeito, a médio prazo, em 2027, a fatura de juros do setor das administrações públicas no seu conjunto poderá situar-se em cerca de 2,8% do PIB. Será fundamental aplicar uma estratégia de consolidação orçamental gradual e sustentada, em conformidade com as novas regras orçamentais da UE.

Novas previsões para o setor imobiliário espanhol: o ciclo ascendente consolida-se em 2025

O mercado da habitação entrou em modo expansivo em 2024

O ano de 2024 foi marcado pela mudança da tendência no mercado imobiliário. Se em 2023 o aumento das taxas de juro levou ao abrandamento nos preços da habitação e à diminuição da procura (as transações desceram 10,2%), em 2024 os preços aceleraram significativamente. Assim, o preço da habitação passou de um crescimento de 3,9% em 2023 para uma subida homóloga de 6,0% no 3T de 2024, segundo o Ministério da Habitação e da Agenda Urbana (MIVAU), com base no valor de avaliação. A aceleração é ainda mais evidente no índice do INE, baseado nos preços das transações: de 4,0% em 2023 a uma variação homóloga de 8,2% no 3T de 2024.

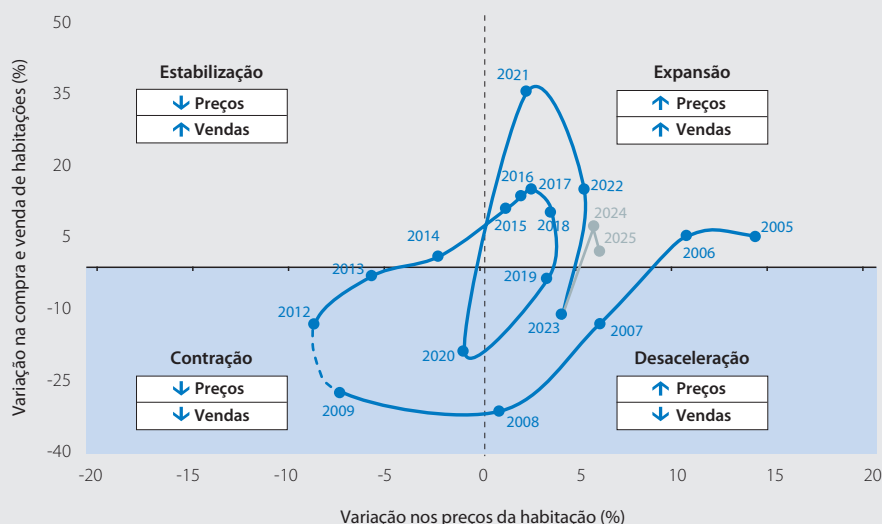
Esta aceleração dos preços ocorreu num contexto em que a procura de habitações se tem mantido muito dinâmica. O número de transações apresentou um crescimento homólogo de 8,1% entre janeiro e novembro de 2024 (628.000 unidades no total nos 12 meses até novembro, um crescimento de 24% face a 2019), devido a um conjunto de fatores que estão a promover a procura: crescimento do rendimento disponível bruto, procura robusta por parte de estrangeiros, fluxos migratórios positivos, situação financeira favorável das famílias, redução das taxas de juro e expectativa de que os preços da habitação continuarão a aumentar.

O relógio imobiliário do BPI Research mostra este movimento: o setor abandonou a zona de desaceleração em que se encontrava em 2023 (descida das vendas, mas não dos preços) para entrar na zona de expansão em 2024 (aumento das vendas e dos preços).¹

A tendência de subida terá continuidade em 2025

Em 2025, esperamos que o mercado imobiliário se mantenha nesta zona de expansão. Por um lado, os diferentes fatores que promoveram a procura continuarão presentes. O BCE continuará a reduzir taxas de juro, espera-se que o rendimento das famílias continue a recuperar o poder de compra e também se prevê que a população continue a crescer. Assim, prevemos que o número de transações ascenda a cerca de 650.000, igualando o registo de 2022. Por outro, esperamos que a oferta de habitação continue a crescer gradualmente: subimos a previsão de novas licenças de construção, de 125.000 para 135.000 em 2025, após ganharem impulso em 2024 (+16,5% em janeiro-outubro de 2024 face ao período homólogo, com cerca de 125.000 no acumulado de 12 meses). No entanto, é provável que a nova oferta de habitação se mantenha abaixo da criação de novos agregados familiares, o que manterá o crescimento dos preços da habitação em valores semelhantes aos observados em 2024. Concretamen-

Relógio imobiliário do BPI Research



Nota: O período 2010-2011 é excluído devido ao efeito dos incentivos fiscais.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE, do MIVAU e de previsões próprias.

1. Para uma descrição do movimento do relógio imobiliário nos últimos anos, consulte o Focus «O relógio imobiliário do BPI Research: abrandamento à vista» publicado no IM09/2022. A última atualização do relógio foi publicada no IM03/2024: «O relógio imobiliário em Espanha: do abrandamento à expansão».

te, esperamos que o indicador de preços MIVAU (valor de avaliação) cresça 5,6% e 5,9% em 2024 e 2025, respetivamente (+0,5 p. p. e +2,3 p. p. face à previsão anterior). Para o índice do INE (preço de transação), a revisão em alta é de +1,3 p. p. e +3,1 p. p., respetivamente, para 8,5% em 2024 e 7,2% em 2025.

Com estas novas previsões, o crescimento dos preços da habitação seria ligeiramente superior ao do rendimento disponível por família, pelo que o rácio de acessibilidade² aumentaria ligeiramente a nível agregado, de 7,2 em 2024 para 7,5 em 2025, atingindo um nível semelhante ao verificado em 2022, embora muito inferior ao máximo de 9,4 registado em 2007. Deste modo, o bom comportamento do rendimento das famílias evitaria a curto prazo o surgimento de desequilíbrios substanciais nos preços em termos agregados, embora nas grandes cidades exista um problema evidente de acessibilidade. Seja como for, o comportamento dos preços da habitação continuará condicionado, em grande medida, pelo desfasamento entre a oferta e a procura. Neste sentido, uma reativação da oferta inferior à prevista poderia colocar uma pressão superior à esperada sobre os preços da habitação e, em função da reação da procura, agravar os problemas de acessibilidade.³

Previsões do BPI Research para o setor imobiliário espanhol (janeiro de 2025)

	2021	2022	2023	2024	2025
Transações (Milhares)	566	650	584	630 (572)	650 (578)
Licenças de construção novas (Milhares)	108	109	109	125 (115)	135 (125)
Preços da habitação (MIVAU) (Variação anual, %)	2,1	5,0	3,9	5,6 (5,1)	5,9 (3,6)
Preços da habitação (INE) (Variação anual, %)	3,7	7,4	4,0	8,5 (7,1)	7,2 (4,1)

Nota: Entre parênteses, previsão de outubro de 2024.

Fonte: BPI Research.

2. O rácio de acessibilidade é calculado dividindo o preço de uma habitação representativa e o rendimento disponível bruto do agregado familiar médio e indica o número de anos de rendimento total que a família espanhola média deve dedicar para comprar uma habitação média.

3. Para mais detalhes sobre a situação e perspetivas do setor, consultar o *Relatório Setorial Imobiliário 1S 2025*, que estará disponível em www.caixabankresearch.com no final de fevereiro de 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	11/24	12/24	01/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,4	...	-0,4	0,1	0,2	...	-0,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,2	-5,5	-2,9	-5,9	-5,2	-4,5	-4,3
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	53,1	53,3	50,9
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	...	2,0	4,6	10,2	...	15,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	...	-11,0	-10,0	-1,1	...	6,4	...	...
Preço da habitação	4,0	...	6,3	7,8	8,2	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	11,5	10,1	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	53,1	57,3	54,9
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,7	1,1	0,5	2,6	2,8	0,9	4,0	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,1	3,1	8,5	1,7	14,4	6,4	28,8	5,3
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-19,2	...	-17,2	-14,4	-13,6	...	...	...	...
Mercado de trabalho									
População empregada ²	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 ³	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
PIB	2,7	3,2	2,7	3,3	3,5	3,5	...	...	...

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	11/24	12/24	01/25
Inflação global	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,4	2,8	3,0
Inflação subjacente	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	2,6	2,4

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	11/24	12/24	01/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	...	-6,9	-4,9	-1,8	...	-0,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	...	-9,8	-7,1	-3,1	...	-1,2	...	...
Saldo corrente	39,8	...	41,2	45,4	49,6	...	49,4	...	...
Bens e serviços	58,8	...	60,5	65,5	69,3	...	69,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-19,1	...	-19,2	-20,1	-19,7	...	-19,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	56,0	...	56,0	61,5	66,2	...	65,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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	11/24	12/24	01/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,0	3,3	5,2	4,3	5,0	5,6	5,0	...
À vista e poupança	-7,4	1,9	-5,2	-1,9	-1,6	1,9	1,4	1,9	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,7	96,7	68,0	47,5	23,7	32,4	23,7	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,0	-4,6	-4,1	14,8	23,0	20,2	23,0	...
TOTAL	0,3	6,2	2,7	4,5	5,1	6,2	6,8	6,2	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,6	-2,6	-1,3	-0,3	0,6	0,4	0,6	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,3	-3,6	-1,8	-0,6	0,3	0,2	0,3	...
Famílias - habitações	-3,2	0,5	-2,5	-1,5	-0,7	0,5	0,1	0,5	...
Famílias - outros fins	-0,5	1,8	-0,1	0,7	1,2	1,8	1,9	1,8	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,8	-4,8	-2,7	-5,4	-2,8	-3,0	-2,8	...
TOTAL	-3,4	0,4	-2,7	-1,4	-0,7	0,4	0,2	0,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	...	3,6	3,4	3,4	...	3,4	...	...

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.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: 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

