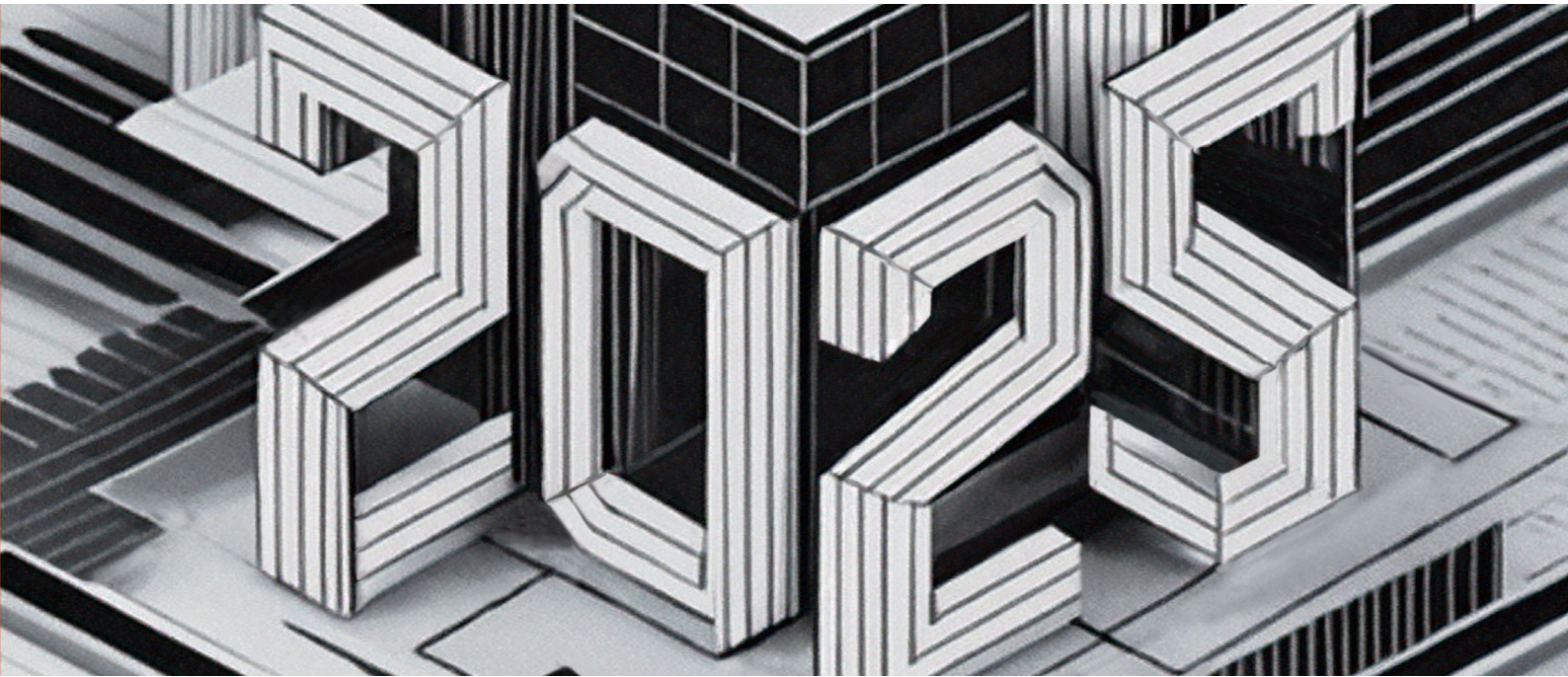


# IM11

INFORMAÇÃO MENSAL  
NOVEMBRO 2024



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

MERCADOS FINANCEIROS  
*Balanços: a normalização não tão visível da política monetária*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Alemanha: reinventar-se numa nova realidade*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*A balança orçamental está equilibrada, mas os riscos continuam à espreita*  
*Índice de Preços da Habitação: revisão em alta*  
*O «Semáforo da Atividade»*

ECONOMIA ESPANHOLA  
*Mercado imobiliário espanhol 2024-2025: em modo de expansão*

## DOSSIER: PERSPETIVAS 2025

---

*Perspetivas globais 2025: em busca de uma nova normalidade*

*Política monetária 2025: tempo de flexibilização*

*Perspetivas para a economia portuguesa em 2025: reforço do crescimento*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Novembro 2024

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

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### Enric Fernández

Economista Chefe

### José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

### Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

### Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

### Adrià Morron Salmeron e

### Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

### Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

7 de novembro de 2024

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Balanços: a normalização não tão visível da política monetária*

### 13 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Alemanha: reinventar-se numa nova realidade*

### 19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *A balança orçamental está equilibrada, mas os riscos continuam à espreita*

24 *Índice de Preços da Habitação: revisão em alta*

26 *O «Semáforo da Atividade»*

### 29 ECONOMIA ESPANHOLA

31 *Mercado imobiliário espanhol 2024-2025: em modo de expansão*

### 34 DOSSIER: PERSPETIVAS 2025

34 *Perspetivas globais 2025: em busca de uma nova normalidade*

36 *Política monetária 2025: tempo de flexibilização*

38 *Perspetivas para a economia portuguesa em 2025: reforço do crescimento*

## A economia portuguesa segue de menos para mais

Apesar da volatilidade das leituras de evolução trimestral do PIB português, é possível vislumbrar uma tendência de aceleração, de menos para mais, nas comparações homólogas. De facto, a economia atingiu uma dinâmica que se pode considerar fraca, com uma expansão de 1,4% em termos homólogos, no 1T 2024, e desde então tem vindo a acelerar até aos 1,9% registados nos três meses terminados em setembro, tendência que esperamos se mantenha nos próximos meses e ao longo de 2025, como explicamos no Dossier desta publicação. Custos de financiamento mais baixos, um mercado de trabalho robusto e a estabilização da inflação nos 2% impulsionarão o consumo e investimento das famílias, que beneficiam também de balanços mais saudáveis, dado o menor grau de endividamento e as poupanças acumuladas. Por outro lado, a aceleração da execução dos fundos comunitários será determinante, não só para o desempenho do investimento a curto prazo, como para reforçar a capacidade de geração de valor e o output potencial da economia. Assim, antecipamos um reforço do crescimento em 2025, ligeiramente acima dos 2% (2,3%).

Os indicadores de atividade mais recentes têm evoluído favoravelmente, apoiando o nosso cenário, destacando-se os índices agregados de confiança (como o indicador de sentimento da Comissão Europeia ou do INE), as vendas de automóveis ou o indicador diário de atividade do Banco de Portugal. Também o Semáforo de Atividade, indicador sintético construído pelo BPI Research que apresentamos em nota incluída nesta publicação, aponta no mesmo sentido, ou seja, um ritmo de crescimento trimestral da atividade um pouco superior ao do 3T. Tudo somado acreditamos que a nossa previsão para o PIB de 2024 se mantém possível (1,7%), embora os ventos contrários se tenham reforçado recentemente, dada a maior incerteza política associada não só ao resultado das eleições nos EUA como também derivada da situação de algum impasse no Governo da maior economia da UEM.

No que diz respeito aos preços praticados ao consumidor, a tendência também tem sido favorável. A taxa de inflação tem oscilado um pouco acima dos 2%, mas tendencialmente aproxima-se da fasquia objetivo. Em outubro, a taxa de inflação estimada aumentou ligeiramente para os 2,3%, o que se ficou a dever às componentes mais voláteis, designadamente os bens alimentares e a energia. Assim, não nos parece posta em causa a nossa previsão para uma taxa de inflação média de 2,4% no final de 2024, abrandando para os 2% em 2025. Os preços dos mercados de futuros das matérias primas e produtos alimentares sustentam, por ora, esta previsão, consensual entre os restantes analistas.

Em relação ao mercado de trabalho, têm-se registado níveis de emprego máximos históricos, com a taxa de desemprego a oscilar pouco acima dos 6% e uma população ativa que permanece em fase de expansão. O emprego aumentou acima de 1% face ao período homólogo no 3T2024, atingindo um máximo desde a crise financeira internacional. Verifica-se assim que a taxa de desemprego no final de 2024 poderá situar-se um pouco abaixo da nossa previsão, 6,5%. Por sectores, e nos primeiros nove meses do ano, verifica-se que são os serviços os responsáveis principais pela criação de emprego, com os setores do Comércio por Grosso, Educação e a Administração Pública com peso significativo, seguidos das Comunicações, Consultoria e atividades científicas. Em contrapartida, a Indústria tem tido um contributo negativo e o setor da construção apresenta um ganho anual, mas ligeiro, contribuindo com apenas 5% do ganho total de emprego. Acresce referir que os indicadores prospetivos do mercado de trabalho se configuram algo mistos pois por exemplo, as ofertas de emprego nos centros de emprego e formação profissional apresentam valores mais baixos do que em anos anteriores. Todavia, as empresas continuam a reportar a falta de mão de obra especializada como um dos principais obstáculos à atividade.

Finalmente, o segmento do imobiliário residencial, depois de alguns trimestres com evidente moderação de atividade, mostra recuperação no segundo semestre do ano. Segundo os preços reportados pela Confidencial Imobiliário, no 3T foram transacionados 38,050 imóveis, um aumento de 6,7% face ao trimestre anterior. Os preços aumentaram 2,5% no mesmo período, acelerando ligeiramente face aos 1,8% de aumento no 2º trimestre. É possível que o mercado mantenha algum dinamismo, assente também na procura por não residentes, e refletindo a redução dos custos de financiamento, fator que poderá impulsionar o mercado num contexto de menor alavancagem das famílias.

Em suma, a economia portuguesa continua a evidenciar uma boa evolução não só em termos conjunturais, mas também estruturais, que no seu conjunto se reflete por exemplo na melhoria do saldo externo – a balança corrente alcançou 2,7% do PIB nos primeiros nove meses de 2024 – ou no estreitamento do prémio de risco da dívida soberana – que tem evoluído em torno dos 50 pontos base para o *benchmark* europeu. Como temos vindo a referir, estes são importantes ativos num contexto mundial algo complexo e que não deverá desanuviar no curto prazo, sobretudo tendo em conta que Portugal é uma pequena economia, significativamente exposta ao exterior.

Paula Carvalho  
Novembro, 2024

## Cronologia

### 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.

### JUNHO 2024

- 2 A OPEP concorda em prolongar os apagar cortes na produção de crude (3,66 milhões de bpd até dezembro de 2025 e 2,2 milhões de bpd até setembro de 2024, mas com uma retirada gradual até setembro de 2025).
- 6 O BCE baixa as taxas em 25 p.b. e fixa a taxa *depo* em 3,75% e a taxa *refi* em 4,25%.

### 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.

### JULHO 2024

- 26 Início dos Jogos Olímpicos em Paris.
- 31 O Banco do Japão aumenta, inesperadamente, a sua taxa de juro de referência para 0,25% (do anterior intervalo 0,0%-0,1%), o valor mais elevado desde finais de 2008.

### MAIO 2024

- 31 A agência Standard & Poor's baixa a notação de crédito da França de AA a AA-.

## Agenda

### NOVEMBRO 2024

- 4 Portugal: dívida pública (3T).
- 5 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 6 Portugal: emprego (3T).
- 6-7 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 7 Espanha: produção industrial (setembro).
- 8 Espanha: *rating* da Fitch.
- 13 Portugal: custo da mão de obra (3T).
- 14 Japão: PIB (3T).
- 15 Portugal: *rating* Moody's.
- 19 Portugal: balança de pagamentos (setembro).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 28 Espanha: estimativa rápida do IPC (novembro). Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 29 Espanha: *rating* DBRS. Portugal: detalhe do PIB (3T). Zona Euro: estimativa rápida do IPC (novembro).

### DEZEMBRO 2024

- 2 Portugal: produção industrial (outubro).
- 3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
- 10 Portugal: comércio internacional (outubro).
- 12 Conselho do Banco Central Europeu.
- 17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (3T).
- 17-18 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 19-20 Conselho Europeu.
- 23 Espanha: contas nacionais trimestrais (3T). Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T). Espanha: balança de pagamentos e PIIL (3T). Portugal: detalhe do PIB (3T). Portugal: preços da habitação (3T).
- 26 Portugal: rácio de incumprimento (3T).
- 30 Espanha: estimativa rápida do IPC (dezembro). Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
- 31 Portugal: estimativa rápida do IPC (dezembro).



## Tempos líquidos: economia sólida?

À velocidade a que os acontecimentos se desenrolam no mundo geopolítico atual, é difícil tentar distanciarmo-nos da realidade fervilhante e refletir sobre as perspetivas e tendências económicas de médio prazo. Só na primeira semana de novembro (no momento em que escrevemos) assistimos a uma vitória retumbante de Trump e do Partido Republicano no Senado e na Câmara dos Representantes dos EUA, ao mesmo tempo que o governo de coligação da Alemanha, um dos países potencialmente afetados pela viragem protecionista esperada da nova administração americana, foi definitivamente desfeito. Assim, em pouco mais de 24 horas, o nível de incerteza sobre o pendor da futura política económica de duas das grandes potências mundiais aumentou consideravelmente. Nestes tempos líquidos em que vivemos, em que um ambiente económico e político moderadamente estável, repetitivo e até aborrecido deu lugar, nos últimos quinze anos, a uma realidade mutável, imprevisível e sujeita a um processo contínuo de transformação, é necessário, de vez em quando, parar e refletir sobre as grandes tendências para o futuro próximo.

É o que tentamos fazer todos os anos, em novembro, no nosso Dossier de Perspetivas anual. Estamos conscientes de que estas ideias e projeções serão submetidas ao teste de resistência que a realidade económica e geopolítica trará. A começar pela procura de uma nova normalidade no comportamento do ciclo de atividade global que antecipamos em 2025, entendida como a eliminação do fosso entre a oferta e a procura que esteve presente durante uma boa parte dos últimos cinco anos. Isto consolidará o regresso da inflação a uma área próxima do objetivo (2%) e, consequentemente, a aproximação das taxas de juro a níveis neutros (2% na zona euro e 3% nos EUA). Uma vez que o mercado petrolífero também parece ter um preço de equilíbrio na faixa dos 70/80 dólares, estão criadas as condições para consolidar a aterragem suave da economia mundial (crescimento ligeiramente superior a 3%).

Neste contexto, os bancos centrais terão de gerir a fase de flexibilização da política monetária, progredindo na retirada das medidas não convencionais, regulando a velocidade de redução das taxas de juro para a zona neutra e monitorizando os efeitos da flexibilização das condições financeiras sobre a estabilidade financeira. Em todo o caso, depois de quinze anos de ênfase excessiva na vertente monetária, a política económica terá de se reorientar triplamente (como acaba de recordar o FMI), através de: uma política fiscal que procure estabilizar a dinâmica da dívida (o que é particularmente complicado nos Estados Unidos e

na China), uma política monetária que passe da zona restritiva para o território neutro (uma boa notícia para os países emergentes) e políticas do lado da oferta que voltem a ganhar relevo para melhorar a capacidade de crescimento potencial. Esta é a melhor forma de enfrentar velhos problemas que se tinham esbatido por detrás do nevoeiro causado pela inflação, como o baixo crescimento potencial, os elevados níveis de dívida pública global (mais de 100 biliões de dólares) ou o desempenho medíocre da produtividade, especialmente na Europa.

Apesar do contexto global tão complexo, parece-nos que o crescimento da economia portuguesa poderá reforçar-se em 2025 (2,3%) pois os motores que sustentam o crescimento continuam ativos. A começar pela recuperação do poder de compra das famílias que, juntamente com a descida das taxas de juro (e a poupança acumulada), permitirá que o consumo privado continue forte. Depois, os efeitos favoráveis da demografia e o dinamismo do mercado de trabalho. Se, além disso, o investimento em equipamento acabar por refletir o impulso dos fundos do NGEU e a melhoria das condições de financiamento, tudo isto poderá mais do que compensar o contributo mais modesto da procura externa, que continuará a condicionar as exportações nacionais. Em suma, em tempos geopolíticos líquidos, esperemos que a economia se mantenha razoavelmente resiliente e robusta no próximo ano.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,25
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,16	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,62	3,10
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,60	3,35
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,80	3,80
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,15	2,15
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,01
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,93	2,04
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,06
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,77	2,12
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,60	2,18
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,15	2,05
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,10	2,00
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,41	2,32
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,50	2,41
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
Prémio de risco	11	158	73	105	98	80	80
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,62	2,53
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,63	2,56
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	2,75
Prémio de risco	19	297	65	97	63	70,00	75
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,13
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,84	0,86
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	76,0	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	68,1	65,0

Previsões

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

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,4	2,9	6,5	3,5	3,3	3,1	3,3
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Zona Euro	2,3	0,3	6,2	3,4	0,5	0,7	1,3
Alemanha	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
França	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Itália	1,5	-1,0	8,8	4,8	0,8	0,5	1,0
Portugal	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
Espanha	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Japão	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	1,1	1,0
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,3	4,6	4,0
Índia	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	2,5	1,8
México	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	3,5
Polónia	4,2	3,2	6,9	5,9	0,1	2,8	3,6
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,7	4,3
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,9	2,0
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
Alemanha	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,5	2,0
Itália	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,3	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Espanha	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japão	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,6	2,3
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,4	1,4
Índia	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	6,6	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polónia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,1	4,6

Previsões

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

### Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	-0,1	4,9	5,6	2,0	2,2	1,7
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,2	3,8	1,7	0,6	1,0	0,8
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	7,8	3,3	3,6	1,3	5,7
Bens de equipamento	3,4	2,3	16,0	7,2	5,7	-	-
Construção	-1,3	-2,2	6,6	0,9	1,3	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	5,0	1,7	1,8	2,3
Exportação de bens e serviços	5,2	2,3	12,0	17,2	3,5	4,2	5,0
Importação de bens e serviços	3,6	1,6	12,3	11,3	1,7	4,6	5,0
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,6</b>	<b>7,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,2	1,4	1,2	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,2	-2,8	-0,3	1,2	0,5	0,3

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	3,7	-0,9	7,2	4,9	1,7	2,5	2,5
Consumo das Adm. Públicas	4,5	1,1	3,6	0,6	5,2	3,6	1,6
Formação bruta de capital fixo	5,7	-1,8	2,6	3,3	2,1	2,7	3,4
Bens de equipamento	4,9	-0,9	3,3	2,9	1,1	1,8	4,3
Construção	5,7	-3,0	0,5	2,2	3,0	3,5	3,0
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,9	6,9	3,9	1,7	2,4	2,4
Exportação de bens e serviços	4,7	1,1	13,4	14,3	2,8	3,0	2,3
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	15,0	7,7	0,3	1,9	2,8
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,2	-1,0	7,3	4,1	3,2	2,3	2,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,2
Índice de preços no consumidor	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Custos de trabalho unitários	3,1	1,2	1,2	1,9	6,1	4,5	3,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,8	-0,2	0,8	0,4	2,7	3,1	3,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,1	0,3	1,6	1,1	3,6	4,1	4,1
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,8	-6,7	-4,6	-3,5	-3,0	-2,6

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

Previsões



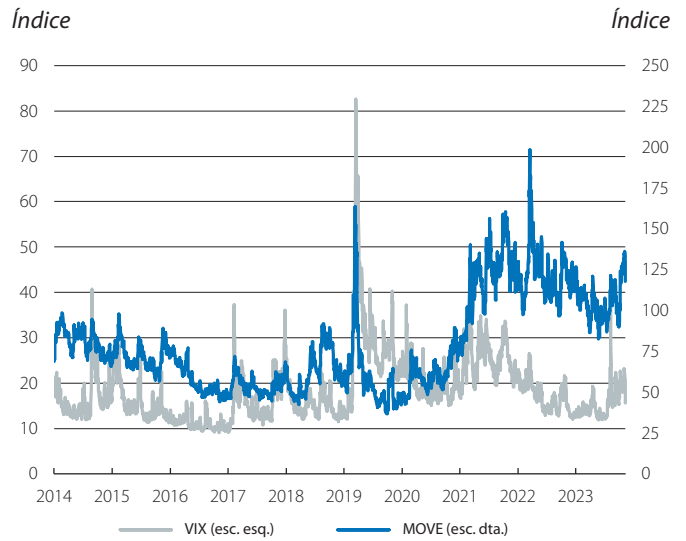
## Os mercados aguardam o duo de bancos centrais e as eleições nos EUA

**Sentimento misto nos EUA e alguma hesitação no resto do mundo.** De olhos postos nas eleições presidenciais dos EUA e nos próximos passos dos bancos centrais, os investidores globais passaram o mês de outubro a navegar em águas agitadas. Nos EUA, a incerteza eleitoral em outubro combinou-se com dados económicos que apontam para um dinamismo notável da atividade norte-americana. Esta situação levou os investidores a esperar uma Fed um pouco menos complacente e mais cautelosa no processo de redução das taxas, um ajustamento das expetativas que, juntamente com um ligeiro aumento do risco de inflação, resultou numa forte inclinação da curva de rendimentos soberanos e pesou sobre os principais índices bolsistas. Os dados macroeconómicos da Zona Euro e o reconhecimento explícito pelo BCE da fraqueza da atividade a curto prazo pesaram sobre o sentimento, que não ficou imune aos movimentos do outro lado do Atlântico. Na China, entretanto, a falta de planos de estímulo concretos deixou os investidores com um apetite reduzido pelos ativos de risco do país. Perante um sentimento hesitante dos investidores, a vitória retumbante de Donald Trump nas eleições presidenciais norte-americanas surgiu como um novo catalisador, aguçando o apetite por ativos de risco nos EUA, com notáveis recuperações do mercado bolsista e uma maior força do dólar. Embora outros ativos de risco a nível mundial tenham sofrido alguma pressão no sentido da subida, o desempenho foi mais heterogéneo, num contexto de preocupações dos investidores relativamente aos conflitos comerciais e ao aumento da incerteza.

**Os bancos centrais avançam com uma flexibilização monetária «gradual».** O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p.b. pela terceira vez desde junho, colocando a taxa *Depo* em 3,25%. A redução, acordada por unanimidade, foi acompanhada de uma certa mudança de tom nas perspetivas do cenário económico, com o BCE a constatar uma maior fraqueza da atividade económica, mas, pelo lado positivo, mais confiança para fazer baixar definitivamente a inflação. Seguiu-se o Banco de Inglaterra com um corte de 25 p.b. na taxa diretora para 4,75%, tendo o governador Bailey reiterado a intenção de manter uma estratégia de gradualismo. A fechar o ciclo de reuniões, a Fed também baixou as taxas em 25 p.b., posicionando os *fed funds* no intervalo 4,50-4,75%, depois de ter iniciado a flexibilização monetária com um primeiro corte de 50 p.b. em setembro. O tom da Fed foi cauteloso, sublinhando que a força da economia lhe permite avançar gradualmente e sem pressa para um nível neutro de taxas de juro.

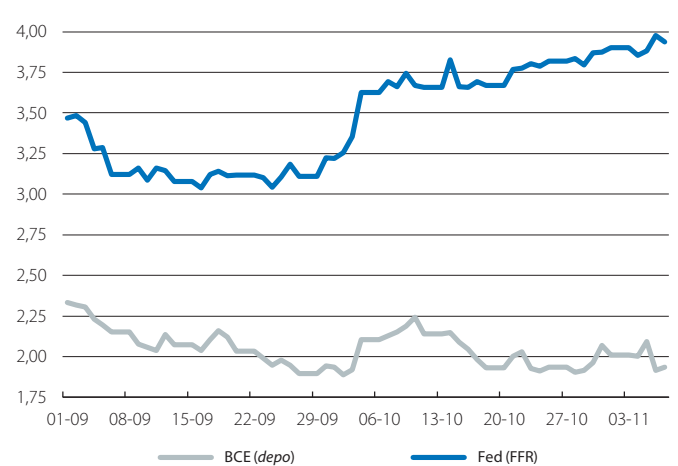
**Os mercados descontam os diferentes ritmos de redução das taxas do BCE e da Fed.** Tendo em conta o contexto económico na Zona Euro (ver a conjuntura económica internacional), os mercados de futuros monetários passaram a antecipar um BCE um pouco mais acomodaticio do que o esperado há alguns meses, enquanto nos EUA, o ambiente económico mais dinâmico levou a um reajustamento das expetativas no sentido de uma Fed mais cautelosa na redução das taxas. Por conseguinte, os mercados passaram a descontar um nível de chegada a meados

### Volatilidade nos mercados financeiros



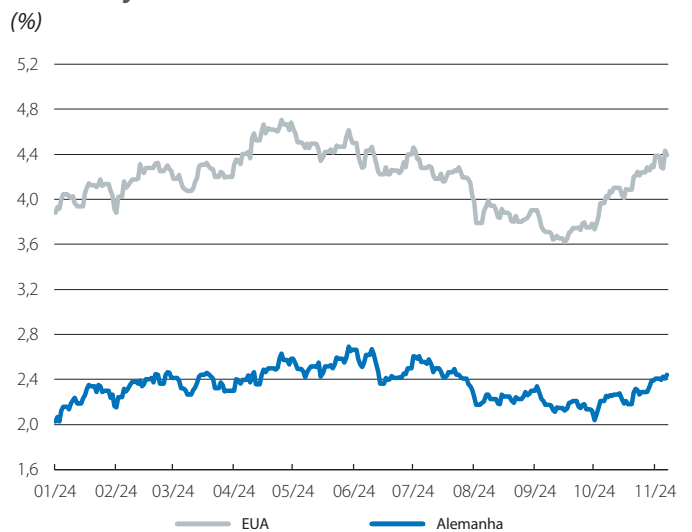
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Taxas de juro oficiais esperadas em junho de 2025 de acordo com os mercados financeiros (%)



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

### Taxas de juro soberanas a 10 anos



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

de 2025 para a *Depo* a 2% (vs. 2,25% no início do verão) e para os *fed funds* no intervalo de 3,75%-4,00% (3,00%-3,25% há um mês). Esse reequilíbrio de até 75 p. b. nos EUA foi acompanhado por uma recuperação significativa das *yields* dos *treasuries* em toda a curva (+50 p.b.), com o índice de referência a 10 anos a atingir níveis de 4,40% (não vistos desde junho de 2024). Esta recuperação deveu-se em parte às expectativas de uma inflação futura mais elevada face a uma vitória de Donald Trump, tendo em conta alguns dos seus principais anúncios de campanha. As taxas soberanas da Zona Euro não ficaram imunes aos seus pares norte-americanos e, apesar das expectativas de uma política monetária mais acomodatória, as taxas soberanas alemãs a 10 anos subiram cerca de 30 p.b. desde o início de outubro até à data da publicação, enquanto as taxas da periferia subiram cerca de 20 p.b.

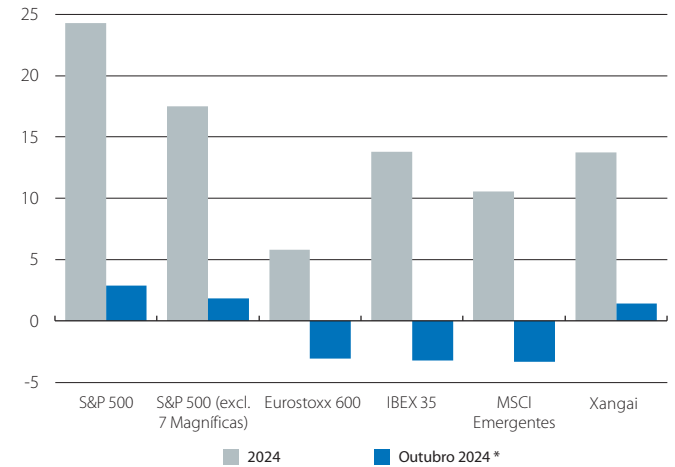
**Maior volatilidade e divergência regional nos mercados bolsistas.** O clima de incerteza eleitoral e as elevadas taxas de juro afetaram negativamente os mercados bolsistas das principais economias desenvolvidas durante grande parte do mês de outubro. Simultaneamente, os mercados emergentes enfrentaram uma volatilidade adicional devido à incerteza em torno das políticas de estímulo económico da China. Os principais índices bolsistas registaram perdas generalizadas no final de outubro. Todavia, na sequência da vitória de Trump, o chamado *Trump trade* desencadeou uma recuperação dos índices americanos, que inverteram a sua tendência. O S&P 500 e o Nasdaq subiram até 4% nos dois dias que se seguiram às eleições, atingindo novos máximos históricos. Apesar de a subida ter sido generalizada, os setores com maiores expectativas de lucro no âmbito das políticas da administração Trump, como a energia e a indústria, lideraram os ganhos. Em contrapartida, o *Trump trade* teve um efeito mais misto no resto dos mercados mundiais. Inicialmente, os mercados bolsistas da Zona Euro reagiram em baixa (embora tenham recuperado terreno nas sessões seguintes), refletindo a sensibilidade da economia europeia, fortemente orientada para a exportação e ainda muito exposta à China, a um possível ambiente de relações comerciais restritivas. Os prejuízos mais importantes concentraram-se nas empresas com elevada exposição às tarifas, como os fabricantes de automóveis alemães, e nos bancos espanhóis, dada a exposição significativa deste sector à América Latina, especialmente ao México.

**O dólar fortalece-se, apoiado pelos diferenciais de taxas de juro.** Desde o início de outubro até à data da publicação deste relatório, o dólar valorizou-se mais de 3% em relação aos seus homólogos das principais economias desenvolvidas. Para o conjunto das moedas emergentes (índice EMCI da JP Morgan), o dólar fortaleceu-se em mais de 1% desde as eleições americanas, nomeadamente em relação ao peso mexicano, embora não tenha anulado a apreciação de mais de 3% do cabaz de moedas em outubro. O dólar foi negociado face ao euro numa faixa estreita de 1,08 e 1,09 desde o início de outubro, tendo atingido 1,07 após o resultado das eleições nos EUA.

**Tom misto entre matérias-primas.** Os preços do petróleo mantiveram-se relativamente moderados, com o petróleo Brent a flutuar em torno dos 75 dólares por barril, num contexto de aumento da oferta e de revisões em baixa da procura, apesar da pressão dos conflitos geopolíticos. Entre outras matérias-primas, o TTF do gás natural subiu moderadamente acima dos 40 euros, enquanto os índices das matérias-primas agrícolas e dos metais industriais desceram em relação ao final de setembro.

**Bolsas internacionais**

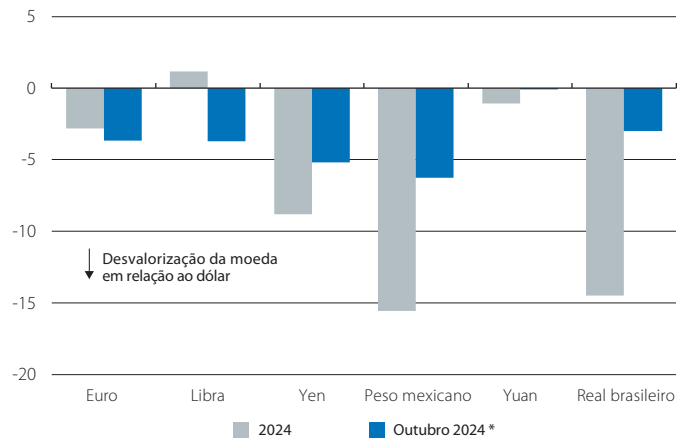
Variação acumulada no período (%)



Nota: \*Variação de todo o mês de outubro até 6 de novembro.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Moedas internacionais face ao dólar americano**

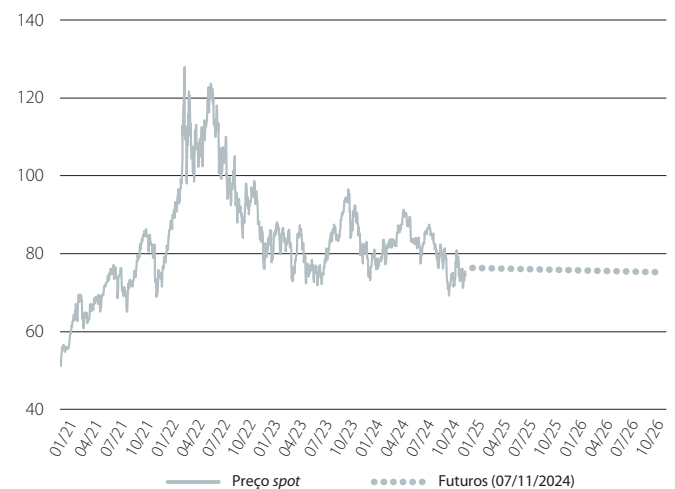
Variação acumulada no período (%)



Nota: \*Variação de todo o mês de outubro até 6 de novembro.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Preço do barril de Brent**

(Dólar/barril)



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

## Balanços: a normalização não tão visível da política monetária

O ano de 2025 deverá ser o ano da flexibilização da política monetária, com o BCE e a Fed a aproximarem as suas taxas de juro dos níveis neutros (cerca de 2% e 3%, respetivamente).<sup>1</sup> Estas reduções de taxas serão acompanhadas por uma normalização menos visível: a redução dos balanços que cresceram exponencialmente nos últimos 15 anos.

### O que é que se passa?

Os balanços do BCE e da Fed atingiram um pico em meados de 2022, atingindo quase 65% e 35% dos respetivos PIBs. Uma vez atingidos estes picos, a crise inflacionista levou os dois bancos centrais a pôr fim às compras de ativos com que tinham estimulado a economia e a começar a reduzir os seus balanços. O ritmo desta redução foi acelerado e estimamos que, até ao final de 2024, os balanços do BCE e da Fed terão diminuído 30% e 20%, respetivamente.

A contração dos balanços, nos dois lados do Atlântico, tem sido canalizada através de uma estratégia passiva que consiste em não renovar os ativos vencidos (mas sem vender ativos antes do seu vencimento).<sup>2</sup> Até à data, os mercados digeriram-na bem, sem disfunções nem turbulências e sem comprometer a flexibilização monetária iniciada com as últimas reduções das taxas de juro. A redução começou, no caso do BCE, com o fim das TLTRO-III, injeções de liquidez no sistema bancário oferecidas entre 2019 e 2021 e com vencimento entre 2021 e 2024.<sup>3</sup> Em 2023, o processo acelerou com o fim dos reinvestimentos

1. Ver o artigo «Política monetária 2025: tempo de desanuviamento» no Dossier do presente *Relatório Mensal*.

2. Ihrig, J., Mize, L. y Weinbach, G. C. (2017). «How does the Fed Adjust its Securities Holdings and Who is Affected?», Finance and Economics Discussion Series 2017-099, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, explicam detalhadamente a operação. No caso da Fed, quando uma obrigação do Tesouro de \$100 vence, os ativos do balanço da Fed diminuem em \$100 (especificamente, a rubrica «detenções de ativos da Reserva Federal» é reduzida). A Reserva Federal não recebe então uma entrada de 100 dólares em numerário, mas do lado do passivo a Reserva Federal vê uma diminuição de 100 dólares no saldo da conta do Tesouro dos EUA (o Tesouro tem uma conta na Reserva Federal, onde pode depositar recursos para tratar de transações relacionadas com impostos, emissão e pagamentos de obrigações soberanas, etc.). Se a Reserva Federal quisesse que este vencimento de \$100 não afetasse a dimensão do seu balanço, poderia reinvestir esses \$100 na compra de uma nova obrigação, o que aumentaria novamente em \$100 as detenções de ativos (do lado do ativo) e o saldo da conta do Tesouro (do lado do passivo).

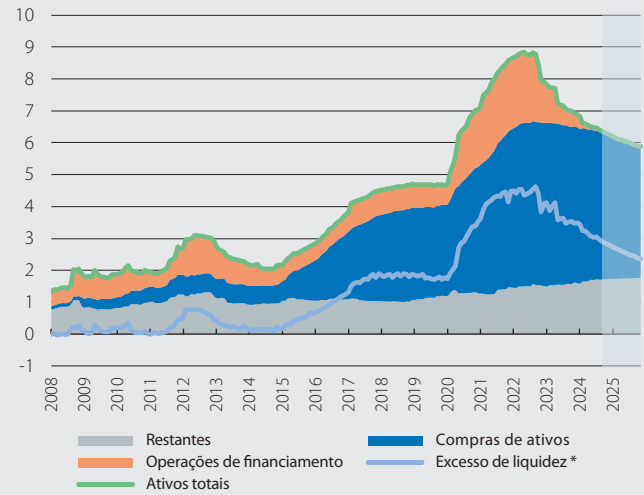
3. As TLTRO-III atingiram mais de 2 biliões de euros. A última, com apenas 29.000 milhões, vence em dezembro de 2024.

4. Em princípio, quando uma obrigação da carteira vencia, o BCE afetava 100% do montante de capital recebido a novas aquisições, mantendo estável a dimensão da carteira de obrigações. O BCE reinvestiu, entre março e junho de 2023, apenas 15.000 milhões de euros por mês (vs. vencimentos médios de 32.640 milhões) e, desde julho de 2023, não reinvestiu nenhum dos 376.800 milhões vencidos.

5. O BCE manteve o reinvestimento a 100% até junho de 2024. Em julho, começou a deixar expirar cerca de 7.500 milhões de euros por mês sem reinvestimento e cessará todos os reinvestimentos até ao final de 2024.

### BCE: ativos totais do balanço

(Biliões de euros)

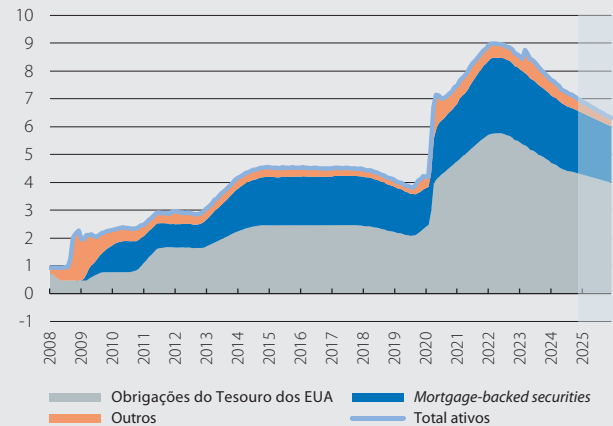


Nota: \* Depósitos na facilidade permanente de depósito menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e previsões próprias.

### Fed: ativos totais do balanço

(Biliões de dólares)



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

APP, o primeiro grande programa de compra de ativos lançado em 2015 e cuja carteira atingiu quase 3,5 biliões de euros: a sua redução começou com reinvestimentos parciais em março de 2023, e continua desde julho de 2023 numa base passiva com zero reinvestimentos.<sup>4</sup> Por último, a redução do balanço atingiu a sua velocidade de cruzeiro com o fim dos reinvestimentos do PEPP em 2024, o programa de aquisições relacionado com a pandemia que atingiu 1,7 biliões de euros.<sup>5</sup> Com as TLTRO-III agora concluídas e o APP e o PEPP em declínio passivo, o balanço do BCE continuará a diminuir em 2025, altura em que estimamos que poderá ser de cerca de 40% do PIB.

Esta redução começou em junho de 2022, quando a Fed deixou de reinvestir as obrigações do Tesouro e os *mortgage-backed securities* (MBS) que se vencem todos os

meses, com um máximo inicial de não-investimento de 47.500 milhões de dólares por mês (30.000 milhões de dólares em obrigações do Tesouro e 17.500 milhões de dólares em MBS). A redução acelerou em setembro de 2022 para um máximo de 95.000 milhões por mês (60.000 milhões em obrigações e 35.000 milhões em MBS),<sup>6</sup> antes de finalmente, em junho de 2024, abrandar para 60.000 milhões (25.000 milhões em obrigações e 35.000 milhões em MBS). Graças a este processo, a Reserva Federal reduziu as suas detenções de obrigações do Tesouro em 1,4 biliões de dólares e de MBS em 0,4 biliões de dólares, para 4,4 biliões de dólares e 2,3 biliões de dólares, respetivamente. Esperamos que, em 2025, a Fed mantenha um ritmo semelhante<sup>7</sup> e que o balanço se situe em torno de 25% do PIB no final do próximo ano.

**Quais são os desafios?**

Pre vemos que as reduções dos balanços sejam graduais e que o total dos ativos detidos pela Fed e pelo BCE se mantenha claramente acima dos seus registos pré-pandémicos. No entanto, isso não significa que não existam desafios.

Uma das questões é a relação entre a dimensão dos balanços dos bancos centrais e a abundância e distribuição de liquidez no sistema financeiro. A redução do balanço do BCE, na Europa, vai deixar-nos ainda com um amplo excesso de liquidez.<sup>8</sup> Além disso, em antecipação da redução da liquidez que, embora não em 2025, mas mais tarde, se tornará progressivamente visível, o próprio BCE reviu o seu quadro operacional para evitar que a redução da liquidez gere problemas no futuro.<sup>9</sup>

Em contrapartida, nos EUA a situação é mais instável. O objetivo da Fed é um sistema de reservas «amplos», não tão abundantes como no passado, mas suficientes para permitir que o sistema financeiro funcione sem restrições de liquidez e para assegurar que a taxa dos *fed funds* não seja materialmente sensível às variações diárias do total de reservas. É difícil estimar este nível de equilíbrio. As reservas caíram para 14% do PIB (contra um pico de 20% em 2021), e a Fed sugeriu que reservas de 10%-11%<sup>10</sup> seriam um bom ponto de partida, pelo que ainda há algum caminho a percorrer para reduzir o balanço. Este facto é também sugerido por um indicador da Reserva

6. Concretamente, a redução de MBS foi menor, com vencimentos de 17.000 milhões por mês.

7. Média de 25.000 milhões em *treasuries* e 17.000 milhões em MBS.

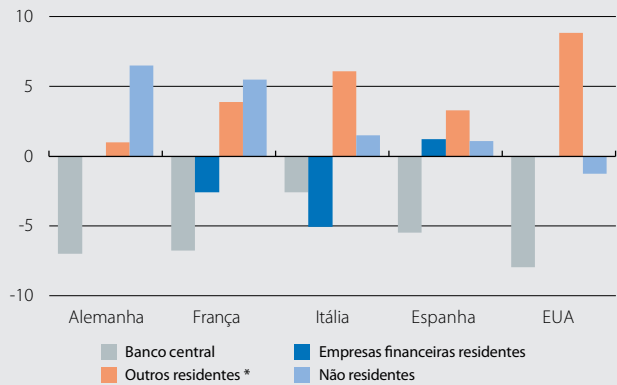
8. Transferindo a redução do APP e do PEPP para o excesso de liquidez, este terminaria 2025 em 2,4 biliões de euros. Tradicionalmente, os sinais de baixa liquidez (por exemplo, a taxa interbancária overnight a afastar-se da taxa da facilidade permanente de depósito) só surgiram quando os valores foram inferiores a 350.000 milhões.

9. Ver Focus «O BCE, a revisão» no IM12 /2023. O BCE formalizou em março de 2024 um sistema de liquidez a pedido que combina liquidez abundante e bem distribuída com uma menor presença do banco central nos mercados.

10. Waller, C. «A Conversation with Federal Reserve Governor Christopher Waller». The Brookings Institute, 2024.

**Detentores de dívida do governo geral**

Variação da percentagem (da dívida total) entre o 2T 2022 e o 2T 2024 (p. p.)



Nota: \* Inclui as famílias, as sociedades não financeiras e as administrações públicas. Fonte: BPI Research, com base em dados das agências do Tesouro da Alemanha, França, Espanha, EUA, Banca d'Italia e BCE.

Federal de Nova Iorque,<sup>11</sup> que estima a sensibilidade dos *fed funds* a alterações nas reservas e coloca essa sensibilidade praticamente a zero. No entanto, por outro lado, surgiram fricções nos mercados monetários, como o aumento da SOFR,<sup>12</sup> num único dia de setembro, em mais de 20 p.b., o que sugere que a liquidez pode ser menos abundante do que parece.

Finalmente, a retirada das compras de ativos pelos bancos centrais suprime um importante comprador de obrigações nos mercados secundários. Nos últimos dois anos, a queda das detenções de dívida do BCE e da Fed foi significativa, mas, ao mesmo tempo, foi bem compensada pela procura por parte de investidores privados. Esta dinâmica positiva deverá manter-se em 2025, apesar de, como mostra a comparação com a emissão de dívida prevista, as compras que a Fed e o BCE deixarão de fazer serem significativas (ver último gráfico).

Em última análise, a partir de 2025, uma redução gradual das taxas de juro de referência da Fed e do BCE (que conduzirá a uma flexibilização monetária) deverá coexistir com uma redução suave da dimensão dos seus balanços e do excesso de liquidez. A redução dos balanços ajuda a diminuir a pegada de ambos os bancos centrais nos mercados financeiros<sup>13</sup> e atenua gradualmente a exposição da Fed e do BCE aos riscos de crédito e de duração. Para além disso, embora os aumentos dos balanços tenham sido uma medida de estímulo, a sua redução em 2025 e nos anos

11. Ver Afonso, G., Giannone, D., La Spada, G. e Williams, J. C. (2022, revisto em 2024). «Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve». Staff Report n.º 1019, Reserva Federal do Banco de Nova Iorque.

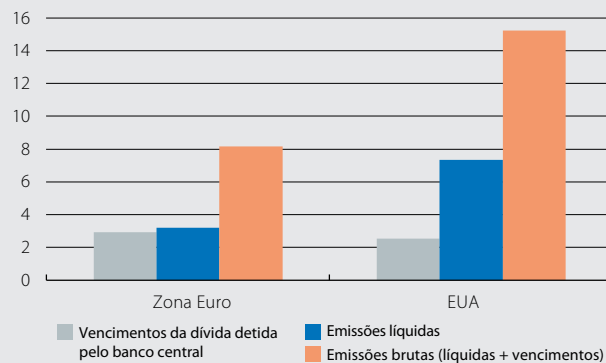
12. É a taxa de juro à qual os bancos e outras instituições financeiras se financiam *overnight* e, por conseguinte, uma medida do grau de restritividade das condições monetárias.

13. Tal contribui igualmente para atenuar a escassez de garantias, melhorando o funcionamento de mercados de *repo*, e reanima os mercados de financiamento.

seguintes não deve exercer uma restrição monetária que interfira com as reduções das taxas e arraste a economia. Primeiramente, a redução dos balanços em 2022, 2023 e 2024 foi bem digerida e, nestes anos, os mercados financeiros consideraram as taxas de referência da Fed e do BCE (e não os seus balanços) como o instrumento impulsor da política monetária. Em segundo lugar, existem diferentes razões para que a redução e o aumento do balanço não tenham efeitos simétricos: (i) os aumentos de balanço ocorrem em momentos de precariedade e de perturbação do funcionamento do mercado, ao passo que as reduções de dimensão têm lugar num cenário económico mais robusto, (ii) os aumentos dos balanços servem para assinalar o compromisso do banco central para com uma política monetária acomodatória durante muito tempo nestes tempos turbulentos, enquanto na fase de redução dos balanços a Fed e o BCE dissociaram a evolução dos balanços da evolução das taxas, e (iii) os aumentos dos balanços são rápidos e agressivos, mas a sua redução é lenta e gradual, como mostram as projeções apresentadas neste artigo.

### Obrigações soberanas: vencimentos e emissões em 2025

(% de PIB)



**Notas:** As emissões líquidas estão próximas da previsão do FMI para o défice público em 2025. A emissão para renovar os vencimentos é aproximada a partir do stock total da dívida e da sua maturidade média.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do FMI (WEO, outubro de 2024), do BCE, do Tesouro dos EUA e da Fed.



**Taxas de juro (%)**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	3,40	3,65	-25	-110,0	-110,0
Euribor 3 meses	3,06	3,28	-22	-84,7	-91,1
Euribor 12 meses	2,55	2,75	-20	-96,6	-148,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,47	2,47	0	-79,6	-117,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,28	2,07	21	-12,3	-73,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,39	2,12	27	36,6	-22,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,10	2,93	17	10,2	-56,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,80	2,70	10	14,4	-56,2
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	5,00	5,00	0	-50,0	-50,0
SOFR 3 meses	4,56	4,59	-3	-77,2	-81,0
Dívida pública a 1 ano	4,27	4,00	27	-49,3	-106,4
Dívida pública a 2 anos	4,17	3,64	53	-8,0	-76,2
Dívida pública a 10 anos	4,28	3,78	50	40,5	-20,8

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

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	59	0	0,1	-17,6
Itraxx Financeiro Sénior	65	67	-2	-1,6	-22,4
Itraxx Financeiro Subordinado	116	121	-5	-6,6	-46,1

**Taxas de câmbio**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,088	1,114	-2,3	-1,4	1,6
EUR/JPY (ienes por euro)	165,480	159,940	3,5	6,3	2,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,844	0,833	1,3	-2,7	-3,2
USD/JPY (ienes por dólar)	152,030	143,630	5,8	7,8	0,7

**Matérias-primas**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	534,4	540,3	-1,1	4,7	-0,1
Brent (\$/barril)	73,2	71,8	1,9	-5,0	-8,0
Ouro (\$/onça)	2.744,0	2.634,6	4,2	33,0	40,7

**Rendimento variável**

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.705,5	5.762,5	-1,0	19,6	30,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.827,6	5.000,5	-3,5	6,8	15,5
Ibex 35 (Espanha)	11.672,6	11.877,3	-1,7	15,5	25,7
PSI 20 (Portugal)	6.532,8	6.792,9	-3,8	2,1	4,8
Nikkei 225 (Japão)	39.081,3	37.919,6	3,1	16,8	21,5
MSCI emergentes	1.119,5	1.170,9	-4,4	9,4	16,9

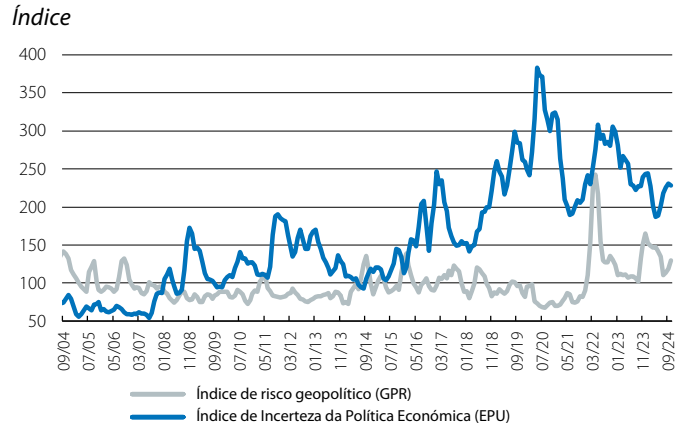
## Momentos de incerteza na economia internacional

**Perspetivas económicas estáveis, mas riscos crescentes.** O FMI, no seu relatório de outono, sublinhou a existência de um ambiente de crescimento contínuo, com a atenuação dos desequilíbrios entre a oferta e a procura a permitir uma descida gradual da inflação sem uma correção acentuada da atividade e do emprego. Neste contexto económico favorável, destacam-se as diferenças significativas de crescimento entre regiões e um mapa de risco considerável. De facto, a força persistente da economia americana e o bom desempenho das economias emergentes asiáticas (excluindo a China) contrastam com a fraqueza da China, das grandes economias europeias e das mais dependentes das exportações de petróleo. Por outro lado, o Fundo aponta a possibilidade de novos episódios de volatilidade nos mercados financeiros, a resistência no processo desinflacionista, o aumento das tensões sociais e o ressurgimento do protecionismo (risco que se acentua com a agenda económica proposta pelo presidente eleito dos EUA, Donald Trump) como as principais fontes de perigo. Nomeadamente, o FMI estima que um cenário de tarifas mais elevadas em todos os setores, de maior incerteza e de menores fluxos migratórios poderia subtrair cerca de 1% ao PIB mundial entre 2025 e 2026.

**Risco geopolítico, incerteza e falta de confiança.** A confiança continua a ser o calcanhar de Aquiles das principais economias, num ambiente de risco geopolítico acrescido e de incerteza quanto à orientação da política económica mundial. Enquanto, nos casos da economia europeia e da China, a deterioração dos indicadores de confiança é observada num ambiente de arrefecimento da atividade económica, o caso dos EUA oferece um exemplo claro de como a (falta de) confiança, a nível global, pode ter uma raiz mais fundamental – e acabar por abrandar a economia – enquanto a perceção de risco e a incerteza se mantiverem em níveis elevados. O Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial do FMI também apontou o ambiente de elevada incerteza como um risco adicional para a estabilidade macrofinanceira e que pode atrasar as decisões de consumo e investimento. Neste contexto, nos EUA, o indicador de confiança publicado pela Universidade de Michigan revela uma melhoria nos últimos meses e situou-se em 70,5 pontos em outubro, embora ainda muito abaixo da sua média histórica (próxima dos 85 pontos). Relativamente à China, a confiança dos consumidores mantém-se próxima dos mínimos históricos (85 pontos, em comparação com uma média histórica de 108 pontos). O índice de confiança dos consumidores na Zona Euro situou-se em -11,2 pontos em outubro, confirmando a tendência de melhoria dos meses anteriores, mas ainda abaixo da sua média histórica (perto de -10 pontos). O indicador de sentimento ESI, publicado pela Comissão Europeia, voltou a cair em outubro (para 95,6 pontos) e também permanece abaixo da sua média histórica desde julho de 2022.

**O 3T no radar: no landing, nos EUA enquanto a Zona Euro e a China continuam a não descolar.** No 3T, o PIB das maiores economias surpreende pela positiva. A economia da Zona Euro surpreendeu com um aumento trimestral de 0,4%, após um crescimento modesto de 0,2% no 2T. Não obstante, com exceção da Espanha, que registou um notável aumento de 0,8% em termos trimestrais, o quadro subjacente é de quase estagnação entre as principais economias europeias. No que diz respeito à Alemanha, esta surpreendeu positivamente ao avançar 0,2% em termos tri-

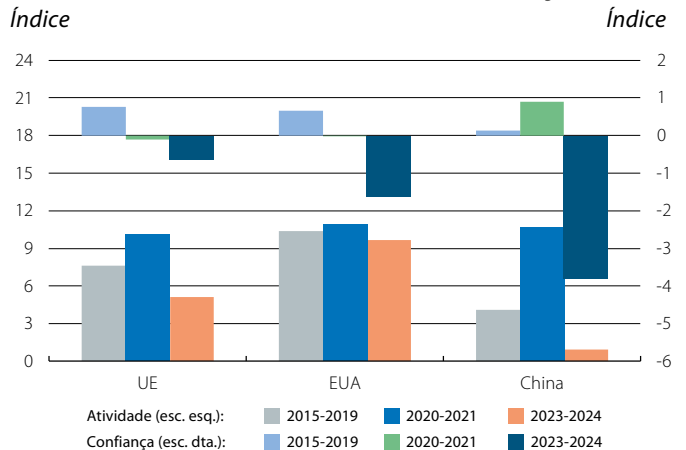
### Global: risco geopolítico e incerteza



**Nota:** Os índices são construídos a partir de artigos de jornal, procurando palavras relacionadas com o risco geopolítico e a incerteza da política económica. Ambos os índices são baseados em 100, correspondendo à média do período 1985-2019 (GPR) e 1997-2015 (EPU).

**Fonte:** BPI Research, com base nos dados de Baker, S. R., Bloom, N. e J. Davis, S. (EPU) e Caldara, Dario e Matteo Iacoviello (GPR) (descarregados de <https://www.policyuncertainty.com/index.html>).

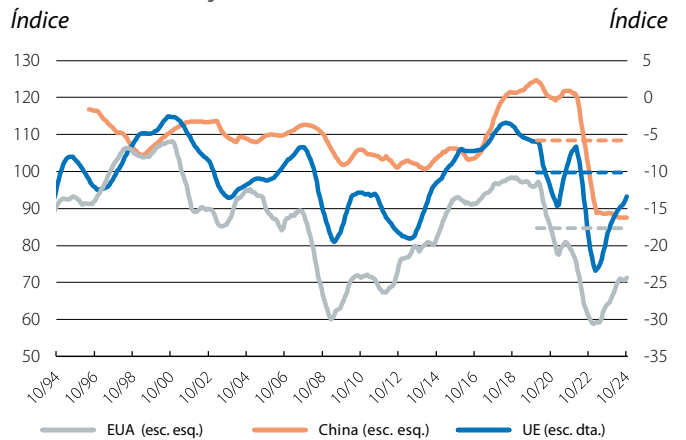
### Global: Indicadores de atividade e confiança TIGER



**Nota:** Os índices TIGER utilizam um método estatístico (análise de componentes principais, ou PCA) para extrair indicadores que captam tendências comuns em grandes conjuntos de dados.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Brookings Institution (descarregados de <https://www.brookings.edu/articles/october-2024-update-to-tiger-calm-on-the-surface-turbulence-beneath/>).

### Global: confiança dos consumidores



**Nota:** No gráfico, as linhas retas a tracejado mostram a média histórica de cada série. Para os EUA, o índice de sentimento da Universidade de Michigan baseia-se em 100 em 1966. Relativamente à China, é utilizado o índice de confiança publicado pelo Gabinete Nacional de Estatísticas da China, com base em 100 em 1997. Para a UE, o índice de confiança dos consumidores da Comissão Europeia tem uma média histórica (1985-2024) próxima dos -10 pontos (correspondente ao saldo, em p. p., das respostas de uma amostra de agregados familiares europeus a perguntas sobre a situação financeira pessoal e geral).

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Universidade de Michigan, do Gabinete Nacional de Estatísticas da China e da Comissão Europeia.

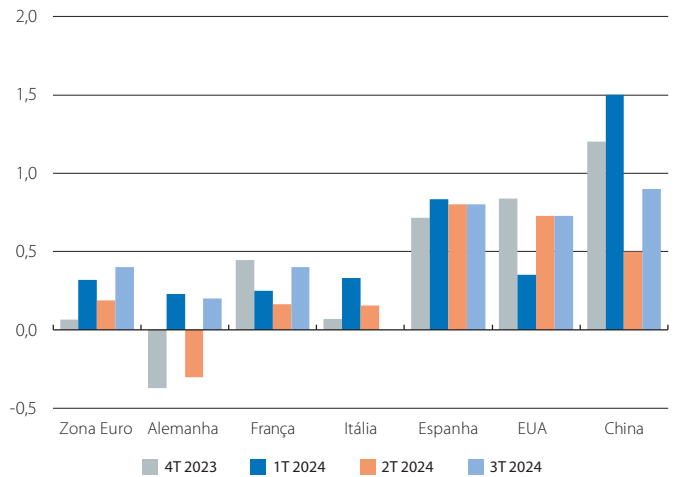
mestrais (mas diminuiu 0,3% no 2T, uma revisão em baixa de 0,2 p.p. em relação à primeira estimativa). França registou um crescimento trimestral de 0,4% (em comparação com 0,2% trimestral no 2T), um resultado que pode ser explicado pelo efeito dos Jogos Olímpicos de Paris. Itália desiludiu ao estagnar no 3T. Os números da Zona Euro foram também afetados pelos dados voláteis da Irlanda, que cresceu 2,0% em termos trimestrais (vs. -1,0% em termos trimestrais no 2T). Já a economia dos EUA manteve um crescimento robusto no 3T (mais 0,7% em termos trimestrais, o mesmo que no 3T), impulsionado por um forte consumo privado, enquanto o investimento abrandou, devido a um declínio no setor residencial. A economia chinesa, por seu lado, registou um crescimento em termos trimestrais de 0,9% no 3T (vs. 0,5% no 2T). Apesar desta aceleração, o ritmo homólogo observado no 3T (4,6% vs. 4,7% anteriormente) é o mais baixo desde o início de 2023. Num contexto em que se acumulam pressões desinflacionistas e em que a procura interna mostra sinais de fraqueza, o estímulo orçamental recentemente anunciado pelas autoridades chinesas pode proporcionar algum apoio cíclico, mas não altera substancialmente as perspetivas económicas subjacentes.

**Continuação da força nos serviços, sem sinais de recuperação na indústria transformadora.** Os indicadores de sentimento empresarial continuam a refletir, no início do 4T, uma clara disparidade entre a Zona Euro e os EUA e a fraqueza do setor industrial global face a um setor de serviços mais resiliente. Deste modo, o PMI composto de outubro para a Zona Euro situou-se em 50,0 (49,6 em setembro) e aponta para uma estagnação da atividade. Nos EUA, o índice composto subiu para 54,3 (54,0 em setembro), em território expansionista e oferecendo um novo sinal do dinamismo da economia americana. Nos dois lados do Atlântico, o setor da indústria transformadora continua lento. O PMI da indústria transformadora da Zona Euro situou-se em 46,0 em outubro (45,0 anteriormente), enquanto a indústria transformadora dos EUA, apesar de alguma melhoria (47,8 vs. 47,3), também não se encontra perto do território de crescimento. Em relação ao setor dos serviços, continuam a situar-se na zona de expansão, embora na Zona Euro tenham perdido dinamismo (51,6 vs. 51,4) e nos EUA o índice continua a mostrar maior vitalidade (55,3 vs. 55,2).

**Quando a inflação se aproxima dos objetivos dos bancos centrais, a economia mundial «vira-se» para velhos problemas.** Na Zona Euro, a inflação global atingiu 2,0% em outubro (vs. 1,7% em setembro), enquanto a inflação subjacente permaneceu estável em 2,7%, uma recuperação que se explica principalmente por preços mais elevados em componentes mais voláteis, como a energia e os produtos alimentares, e que não contradiz a dinâmica desinflacionista subjacente. Nos EUA, a inflação global diminuiu 1 décimo de ponto percentual para 2,4% em setembro, enquanto a inflação subjacente acelerou para 3,3% (vs. 3,2%), pressionada pela persistência dos serviços. A inflação dos serviços médicos e de transporte, em especial, voltou a aumentar, após vários meses de moderação, e a componente *shelter*, que pesa mais de 30% do cabaz, abrandou, mas mantém-se em níveis elevados (4,9% em setembro vs. 5,2%). Face ao regresso à normalidade das principais variáveis macroeconómicas, o FMI sugere a necessidade de um «tríplice pivot» na política económica. Assim, a política monetária deve passar de restritiva a neutra, a consolidação orçamental deve controlar a dinâmica da dívida e reconstituir os amortecedores, enquanto são necessárias reformas para melhorar o crescimento e aumentar a produtividade.

**Global: PIB**

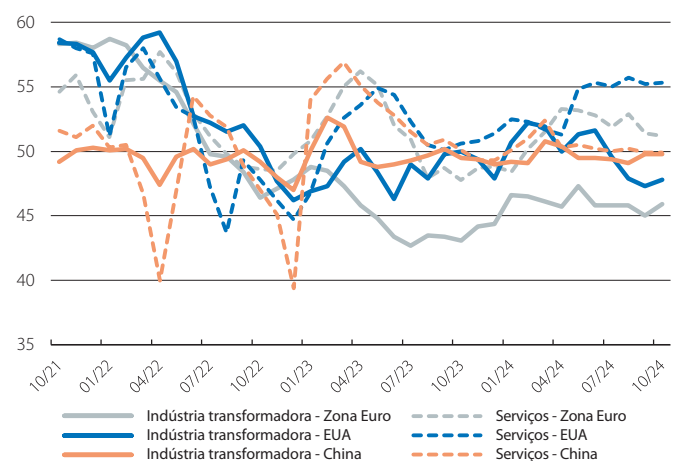
Variação em termos trimestrais (%)



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

**Global: PMI**

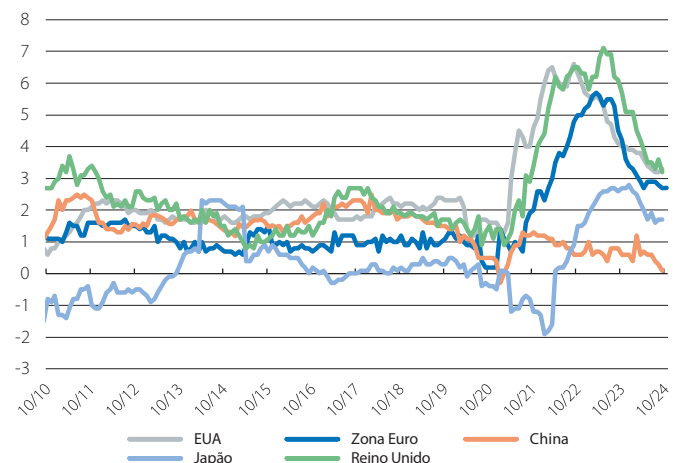
Índice



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

**Global: inflação subjacente**

Variação homóloga (%)



Nota: A inflação subjacente exclui os preços da energia e dos produtos alimentares. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

## Alemanha: reinventar-se numa nova realidade

A maior economia da Zona Euro, a Alemanha, está a atravessar tempos difíceis e enfrenta fracas perspetivas de crescimento. Ao longo de muitos anos, a economia foi impulsionada por políticas bem sucedidas de promoção das PME, pela capacidade de produzir bens de alta qualidade (especialmente automóveis), pelo fornecimento de energia barata e por uma economia altamente orientada para a exportação. No entanto, este modelo está ameaçado pelo abrandamento do comércio mundial, pelas guerras aduaneiras, pela mudança do modelo energético e pela emergência de novos rivais. Com efeito, a Alemanha foi a única economia do G7 a entrar em recessão em 2023 e, tendo em conta a fraqueza que tem vindo a demonstrar este ano, não é de excluir que venha também a cair em 2024. Durante a década de 2010-2019, a Alemanha foi uma das economias mais dinâmicas, com um crescimento médio de 2,0%, mas desde 2020 praticamente estagnou, sendo que apenas a Estónia e a Finlândia tiveram um desempenho pior na Zona Euro. Efetivamente, no 3T 2024, a economia alemã está apenas 0,2% acima do seu nível pré-COVID, enquanto a França já está 4,1% acima do seu nível do 4T 2019, a Itália 5,5% e a Espanha 6,6%. Há vários elementos que explicam o que está a acontecer na Alemanha.

### Dependências e dependências com rivalidade: o gás, a China e o setor automóvel

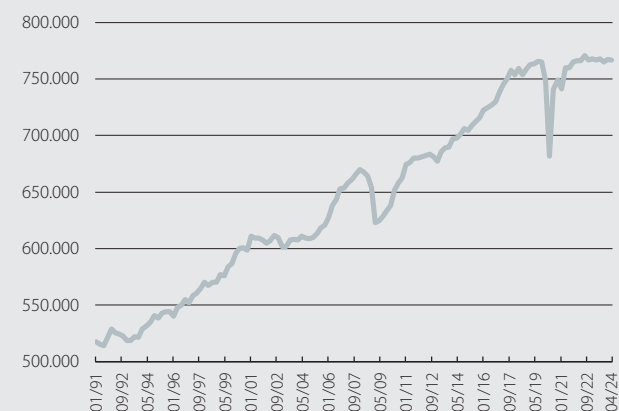
A Alemanha foi uma das economias mais afetadas pela guerra na Ucrânia, perdendo o abastecimento de gás natural russo barato (mais de 50% das suas importações de gás antes da guerra). O aumento dos custos da energia (40 euros/kWh, atualmente vs. menos de 20 euros/kWh em 2010-2020) colocou a sua indústria em desvantagem em relação a outros países com mercados energéticos mais diversificados. A eliminação progressiva da energia nuclear, num quadro de descarbonização da economia e de transição para as energias renováveis, em plena crise energética, aumentou ainda mais os custos para as empresas. Assim, as indústrias mais intensivas em energia<sup>1</sup> têm um nível de atividade quase 15% inferior ao de antes da guerra e algumas transferiram parte da sua produção para fora do país.

Além disso, na última década, a Alemanha desenvolveu fortes laços comerciais com a China: é o quarto maior mercado para as exportações alemãs e a principal fonte de todas as suas importações. Mas as relações comerciais com a China evoluíram ao longo do tempo. Se inicialmente a Alemanha importava bens intermédios, de capital e de consumo e exportava produtos finais com uma «garantia de qualidade alemã» (automóveis, máquinas, produtos

1. Química e produtos químicos, pasta de papel, papel e impressão, minerais não metálicos e metais de base, que representam mais de 15% do setor transformador e um pouco menos do emprego total.

### Alemanha: PIB real

(Milhões de euros)



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

químicos, etc.), atualmente a China não só é capaz de produzir uma grande parte dos bens que comprava à Alemanha, como, nalguns casos, como o dos automóveis, se tornou um sério rival. A China passou, em menos de seis anos, de uma posição quase irrelevante no mercado automóvel mundial para representar quase 16% das exportações totais de veículos elétricos ou híbridos e quase 7% das exportações de veículos de combustão. Nomeadamente, o número de veículos exportados pela China é mais do dobro do número exportado pela Alemanha até agora em 2024. Em grande parte, este arranque é o resultado de uma estratégia de preços muito agressiva, apoiada por subsídios governamentais e apoios públicos muito elevados à indústria chinesa, superiores aos aplicados noutras economias industrializadas.

As crescentes políticas protecionistas e as alterações nas cadeias de abastecimento globais impostas pela pandemia de COVID representam um desafio adicional para uma economia orientada para a exportação como a Alemanha. A Europa, em geral, e a Alemanha, em particular, estão a centrar-se em estratégias de *de-risking*,<sup>2</sup> o que implica dificuldades a curto prazo para repensar as cadeias de abastecimento, a fim de reduzir a sua dependência das importações da China e procurar outros fornecedores europeus e não europeus.

### Baixo investimento público e envelhecimento da população

Já a Alemanha tem uma deficiência quase estrutural no investimento público. Embora tenha aumentado ao longo da última década, prevê-se que o investimento bruto em capital fixo seja inferior a 3,0% do PIB em 2024, o que coloca a Alemanha entre os três países com investimento mais

2. Ver Focus «O que significa o *de-risking* para a UE?» no IM11/2023.



baixo da UE no seu conjunto. Os diversos governos têm-se mostrado relutantes em aumentar a despesa pública e têm procurado políticas compatíveis com a obtenção de um saldo orçamental positivo.<sup>3</sup> Tanto assim é que, em 2009, a Constituição foi alterada para incluir uma regra orçamental, conhecida como «travão da dívida», que limita o défice estrutural anual a 0,35% do PIB, salvo circunstâncias excecionais. Este travão da dívida foi interrompido após a eclosão da COVID em 2020 e prolongado pela eclosão da guerra na Ucrânia, mas voltou a estar ativo em 2024, o que reduz significativamente a margem de manobra para o investimento na transição energética, na digitalização e na defesa.

Este empenho na ortodoxia orçamental permitiu à Alemanha usufruir de finanças públicas sólidas: os défices orçamentais cumprem confortavelmente o objetivo de 3,0% do PIB e a dívida está quase no limiar de 60%. Para além desta sólida posição orçamental, as elevadas poupanças acumuladas pelo setor privado (mais de 28% do PIB), que contribuíram para um excedente ininterrupto da balança corrente desde 2002 e que é atualmente o mais elevado da Zona Euro (e o segundo mais elevado em termos de PIB), representam um importante ponto potencial de fricção com os seus parceiros comerciais, especialmente com os EUA. Por outro lado, como salienta o relatório Letta, estas poupanças estão a sair do país, o que levou a Alemanha a ter uma posição credora líquida (ativos financeiros estrangeiros em mãos alemãs menos passivos alemães em mãos de não residentes) de 70% do seu PIB.

Por fim, a Alemanha enfrenta, já a curto prazo, um importante desafio demográfico: de acordo com as estimativas da Comissão Europeia, a população em idade ativa (20-64 anos) diminuirá mais de 6% até 2035, quase o dobro do que em Itália; e contra um aumento estimado de mais de 3,0% e 1,8% em França e Espanha, respetivamente.<sup>4</sup> Esta diminuição da população em idade ativa intensificar-se-á nas próximas décadas (também no resto da Zona Euro), acrescentando um novo desafio ao aumento do crescimento potencial da economia a médio e longo prazo.

### Reformas num ambiente de oportunidades na Europa

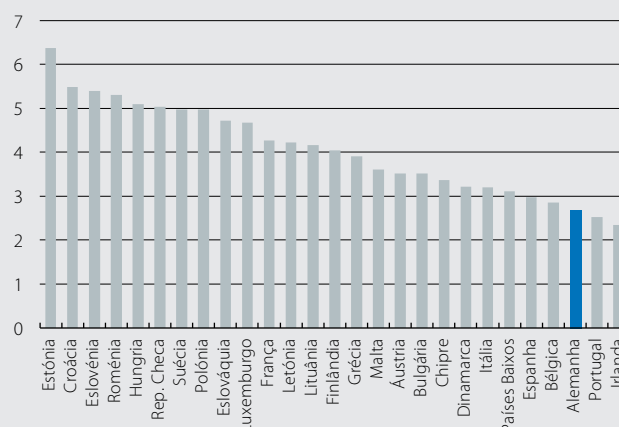
A Alemanha precisa, portanto, de implementar uma ambiciosa agenda de reformas económicas para ultrapassar os grandes desafios com que se defronta, dispondo para o efeito de importantes trunfos. A Alemanha está no topo dos *rankings* do clima empresarial, com instituições fortes e fiáveis e uma estabilidade política que favorece o investimento empresarial. A sua posição geográfica, no centro da UE, também a favorece e é sede de importantes

3. No fecho deste relatório, era conhecida a intenção do governo alemão de moderar o crescimento das despesas para 2,25% em 2025 (3,75% em 2024), fazendo baixar o défice orçamental para 1,75% do PIB (2,5% estimado para 2024).

4. Comissão Europeia. 2024 Ageing Report.

### UE: FBCF pública

(% do PIB em 2023)



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

conglomerados industriais (maquinaria, indústria transformadora, eletrónica, química, automóvel...).

O momento histórico para iniciar estas reformas é, além disso, favorável. Por um lado, o seu endividamento do setor privado é bastante baixo e a sua posição orçamental é muito robusta, o que lhe permitiria desenhar uma estratégia orçamental que assegure a sustentabilidade das contas públicas a médio prazo, realizando ao mesmo tempo um certo ajustamento da cláusula travão da dívida para poder aumentar mais rapidamente a despesa pública.<sup>5</sup> Por outro, a Europa está imersa num processo de descarbonização e digitalização da sua economia, do qual os fundos NGEU são o seu maior expoente. O relatório Draghi sublinha, além disso, a necessidade de novos progressos neste sentido e lança as bases para o desenvolvimento de uma nova política industrial a nível europeu.<sup>6</sup>

Apesar da relutância com que o relatório Draghi foi recebido, o governo alemão está consciente da situação delicada que o país atravessa: o fabricante automóvel alemão Volkswagen, depois de ter registado uma queda de 64% nos lucros líquidos no 3T, anunciou, pela primeira vez na sua história, o encerramento de três fábricas em solo alemão. Para complicar ainda mais o cenário, a coligação governamental desfez-se em resultado de divergências significativas sobre questões fundamentais relativas a propostas para estimular a economia alemã e ao orçamento para 2025 (ainda em processo parlamentar). O chanceler Scholz, após anunciar a rutura da coligação, indicou que se submeterá a uma moção de censura em 15 de janeiro, abrindo caminho para eleições antecipadas em março (atualmente previstas para 25 de setembro de 2025).

5. Ver Galen Sher. «Options for Creating Fiscal Room for Investment and Other Spending Needs, Germany». IMF Selected Issues Paper (SIP/2024/034).

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



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

## ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	5,0	2,9	3,4	3,5	3,5	3,7	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	105,6	99,2	108,7
Produção industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,2	–0,6	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	47,2	47,2	46,5
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.326	1.361	1.354	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	322	325	329	...	332	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,2	4,1	4,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	60,2	60,0
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–3,0	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,5	2,4	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,2	3,3	...

## JAPÃO

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Atividade</b>									
PIB real	1,2	1,7	0,9	–0,9	–1,0	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,7	36,9	36,2
Produção industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,9	–3,3	–2,0	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,1	–3,0	–1,8	–1,2	–1,0	...	–1,0	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	3,0	2,5	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,1	2,0	...

## CHINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Atividade</b>									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	2,1	3,2	...
Produção industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	4,5	5,4	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	49,1	49,8	50,1
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	899	865	865	841	864	895	895	895	934
Exportações	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	8,3	0,3	12,5
Importações	0,7	–5,5	0,9	1,6	2,5	2,5	0,4	0,2	–2,3
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,6	0,4	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,1
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1

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

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

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,4	-1,9	-0,7	-0,2	0,1	1,8	2,4	2,9	...
Produção industrial (variação homóloga)	2,3	-2,1	-3,7	-4,8	-3,6	...	0,1	...	...
Confiança do consumidor	-21,9	-17,4	-16,7	-15,5	-14,3	-13,1	-13,4	-12,9	-12,5
Sentimento económico	102,1	96,3	94,8	96,0	96,0	96,2	96,4	96,3	95,6
PMI indústrias	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	45,8	45,0	46,0
PMI serviços	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	52,9	51,4	51,6
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	2,4	1,4	1,3	1,1	0,9	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Itália (% pop. ativa)	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,2	6,1	6,1	...
<b>PIB real (variação homóloga)</b>	3,6	0,5	0,1	0,5	0,6	0,9	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	1,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-	-	-
França (variação homóloga)	2,7	1,1	1,3	1,5	1,0	1,3	-	-	-
Itália (variação homóloga)	4,9	0,8	0,3	0,3	0,6	0,4	-	-	-

## Preços

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
Inflação geral	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	2,2	1,7	2,0
Inflação núcleo	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7

## Setor externo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Balança corrente</b>	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	...	3,4	...	...
Alemanha	4,4	5,9	5,9	6,2	6,5	...	6,4	...	...
França	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,6	...	-0,5	...	...
Itália	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	...	1,0	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	90,9	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	95,7	95,5	94,8

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

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

**Notas:** 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.

## Último trimestre de 2024 inicia com sinal positivo

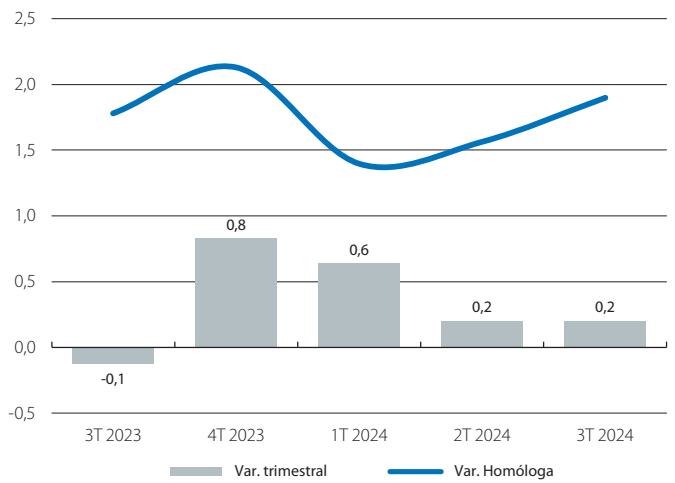
No 3T 2024, o PIB cresceu 0,2% em cadeia, colocando o crescimento homólogo em 1,9%, em linha com as previsões do BPI Research. A informação preliminar divulgada pelo INE indica que o crescimento em cadeia reflete o contributo positivo da procura interna, com avanços do investimento e do consumo privado, mas que o contributo da procura externa líquida continuou negativo. Em termos homólogos, a economia avançou 1,9% no 3T, uma aceleração face ao 2T, resultado de um contributo mais forte da procura interna, por aceleração do consumo privado, mas crescimento menos forte do investimento, em linha com o sugerido pelo indicador mensal de FBCF. O contributo da procura externa líquida foi negativo, com importações e exportações a acelerarem face ao 2T.

O 3T foi marcado por uma trajetória de menos para mais ao longo do próprio trimestre que se deverá manter até ao final do ano, atendendo ao comportamento do indicador diário de atividade, que no mês de outubro apresenta tendência de aceleração. Também em outubro, o indicador de clima económico e o indicador de sentimento económico voltaram a melhorar, resultado de uma melhoria do sentimento nos serviços e na construção. Por sua vez, as famílias mostraram-se mais cautelosas, mas por avaliação menos favorável da situação económica do país nos próximos 12 meses, continuando a avaliar positivamente a evolução esperada para a sua situação financeira. A suportar esta perspetiva está a resiliência do mercado de trabalho, cujos dados de setembro indicam crescimento de 1,6% do emprego e estabilização da taxa de desemprego em 6,4%. No conjunto do ano, antecipamos um crescimento real do PIB de 1,7%. Os riscos para a atual previsão revelam-se equilibrados, sendo que os negativos estão essencialmente associados a fatores externos de carácter geopolítico. Internamente, os riscos parecem mais enviesados em sentido positivo, relacionados com a possibilidade de que a procura interna se revele mais forte do que o antecipado.

**Inflação em outubro aumenta, mas subjacente modera.** Com efeito, a estimativa rápida do INE assinala um aumento do IPC global para 2,3% (2,1% em setembro). Por sua vez, a inflação subjacente volta a descer (para 2,6%) depois do forte ressalto ascendente registado em setembro. O aumento da inflação global é justificado essencialmente pelo incremento mensal dos preços das componentes mais voláteis – o índice energético (+1,28%) e os produtos alimentares não transformados (+0,92%). Na vertente energética isto não surpreendeu atendendo a dois fatores – a cotação do Brent, que se traduziu num aumento médio de 2% nos preços no retalho (média do aumento mensal da gasolina simples 95 e gasóleo simples divulgados pela DGEG); e ao anúncio da ERSE de que os preços do gás natural no mercado regulado iriam agravar em 6,9% (acompanhado por alguns aumentos também de operadoras no merca-

### Portugal: evolução do PIB

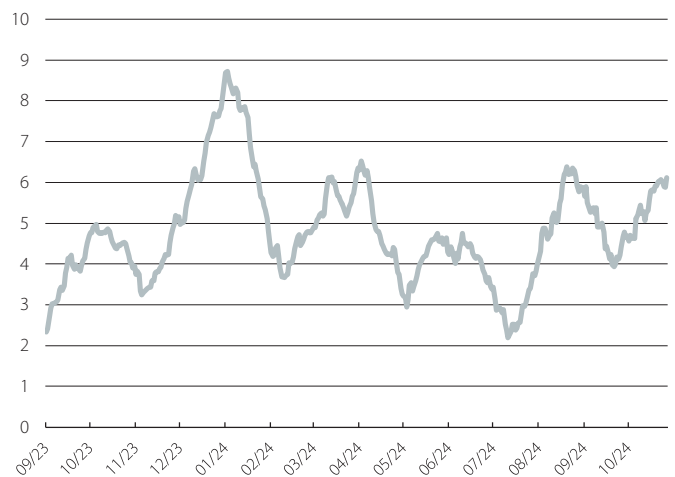
Taxa de variação (%)



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

### Indicador diário de atividade

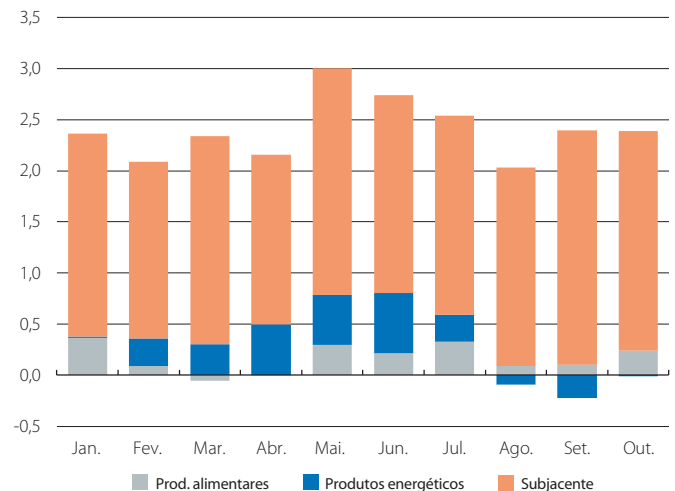
Variação homóloga média mensal (%)



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

### IPC Portugal: contributo para a variação homóloga

(%)



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

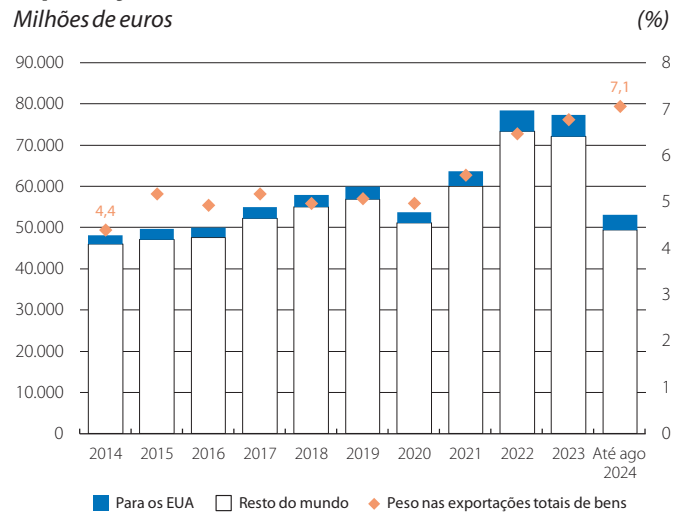
do livre). Apesar da aceleração do IPC Global, vemos este dado como benigno: a variação mensal dos preços foi de somente 0,06%, o que configura uma dinâmica muito inferior à média deste parâmetro dos últimos cinco anos pré-pandemia (0,14%) registada nos meses de outubro.

**A estimativa rápida relativa ao comércio internacional no 3T 2024, aponta para crescimento das exportações e importações de 9,9% e 6,6%, respetivamente.** A confirmação destes dados indica que nos primeiros 9 meses do ano, as exportações e importações de bens terão crescido, em termos nominais, 2,3% e 0,5% homólogos, respetivamente, continuando a contribuir para a melhoria do défice comercial. Dada proximidade das eleições norte-americanas e a possibilidade de que a nova administração adote uma política mais protecionista, agravando e/ou alargando as tarifas sobre bens importados, poderá ter um impacto negativo sobre o setor exportador português, na medida em que o mercado norte-americano tem vindo a ganhar peso nas exportações nacionais. Em 2024, 7% das exportações nacionais dirigiam-se ao mercado norte-americano, salientando-se o peso das exportações de produtos farmacêuticos (23% do total exportado para os EUA) e de coque e produtos petrolíferos refinados (21%).

**Turismo continua a evoluir positivamente.** Em setembro o setor do alojamento turístico registou 3,3 milhões de hóspedes e 8,4 milhões de dormidas, uma evolução que representa um crescimento homólogo de 2,9% e 2,6%, respetivamente. Esta evolução baseou-se sobretudo no turismo de não residentes, sendo que em termos homólogos os hóspedes e dormidas de residentes recuaram ligeiramente (-0,5% e -0,2%, respetivamente). Um crescimento homólogo de dormidas no cômputo do ano até setembro superior ao crescimento homólogo do 3T 2024 faz denotar também uma ligeira redução da sazonalidade. Esta performance está em linha com a nossa visão para a evolução do setor em 2024 com taxas de crescimento menos exuberantes e uma contribuição para o crescimento do PIB que estimamos em 0,7 p.p., mais modesta do que a ocorrida em 2023 (1,1 p.p.).

**Até setembro, o saldo das administrações públicas registou um excedente equivalente a 2,8% do PIB (ótica de contas públicas).** Este dado compara com um excedente de 3,6% do PIB no período homólogo e o encolhimento observado resulta de um crescimento mais forte da despesa do que da receita. A primeira aumentou 11,1% homólogo, refletindo aumento da despesa fixa, via atualizações nas pensões e atualização das remunerações da função pública. Por sua vez, a receita aumentou 8,2%, destacando-se o comportamento da receita fiscal e mais concretamente o aumento de 23,5% da receita de IRC. Os dados até agora publicados sugerem que 2024 terminará com um excedente equivalente a 0,6% do PIB, mas os riscos não são favoráveis, sobretudo tendo presente o aumento da despesa em rubricas com maior rigidez (ver nesta publicação o Focus sobre a proposta de OE 2025 «A balança orçamental está equilibrada, mas os riscos continuam à espreita»).

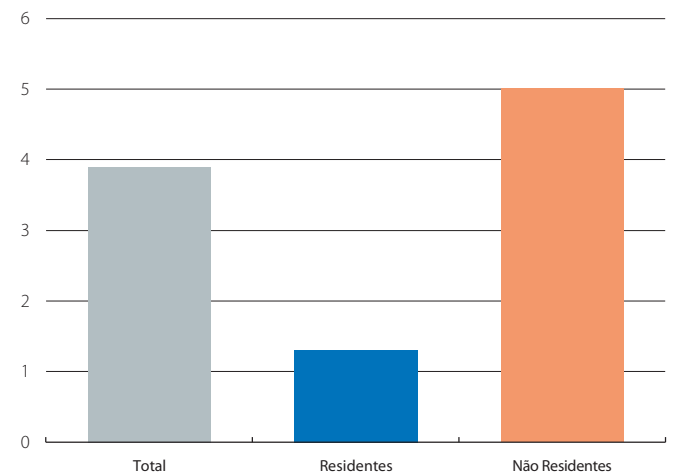
### Exportações de bens



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

### Evolução das dormidas no turismo

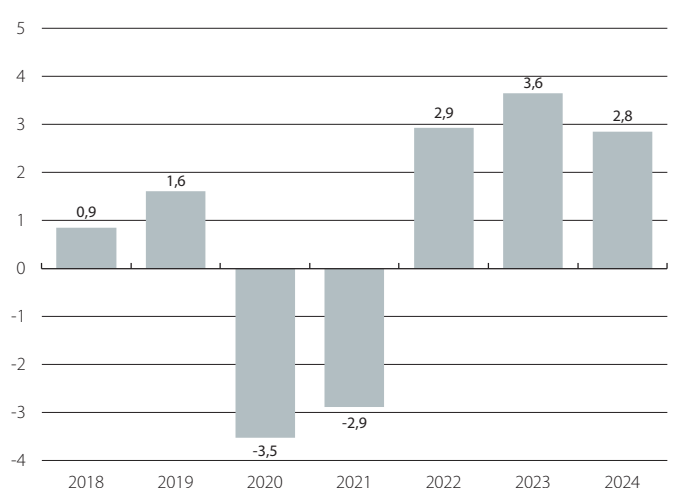
Variação ytd setembro 2024 face ao homólogo (%)



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

### Saldo orçamental (Contabilidade Pública)

Saldo orçamental nos 1os 9 meses do ano (% do PIB)



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

## A balança orçamental está equilibrada, mas os riscos continuam à espreita

A entrega da Proposta de Orçamento de Estado é o momento marcante do mês de outubro. Este ano tornou-se especialmente relevante, porque, para além dos riscos externos que, nos últimos anos, têm pautado a nossa narrativa (especialmente os geopolíticos), traz consigo mais um foco de incerteza, associado à ausência de uma maioria absoluta dos partidos que suportam o atual Governo no Parlamento.

Antes de mais, importa destacar que o cenário macroeconómico subjacente à Proposta de Orçamento de Estado para 2025 (POGE 2025) apresenta-se globalmente em linha com as previsões de outras instituições, nomeadamente as nossas. Ainda assim, algumas componentes do PIB apresentam uma dinâmica distinta, como o caso do investimento (mais forte em 2024 e menos dinâmico em 2025, tendo aparentemente subjacente a expectativa de um bom desempenho no 2º de 2024), e também a evolução da inflação, que o Governo projeta que desacelere de forma mais lenta, conduzindo a um PIB nominal mais robusto nas projeções oficiais.

### De onde partimos?

Partimos de um ano de 2024 que deverá terminar com um excedente melhor do que o esperado no seu OGE, tal como tem sido hábito. O Executivo reviu ligeiramente em alta o excedente orçamental para 2024, de 0,2% para 0,4% do PIB, com ambos os lados da balança (receita e despesa) a terminarem 2024 acima do previsto inicialmente.

A receita foi revista em alta em cerca de 2.000 milhões de euros (ou seja, cerca de 0,7% do PIB), principalmente devido às contribuições sociais (+1.700 milhões de euros, 0,6% do PIB). A principal justificação reside no comportamento do mercado de trabalho, com a população empregada e as remunerações a crescer acima do estimado no OGE 2024; mais concretamente, 1,4% em média no 1º do ano (face a 0,4% previstos no OGE 2024) no primeiro caso e mais de 6% no segundo (face a 5% previstos).<sup>1</sup>

Ao mesmo tempo, a despesa deverá ficar 1.600 milhões de euros (0,6% do PIB) acima, neste caso, decorrente dos maiores gastos com prestações sociais (nomeadamente o pagamento extraordinário às pensões mais baixas em outubro) e das despesas com pessoal (perante as revisões feitas nalgumas carreiras da Administração Pública). Esta revisão em alta é compensada pelo ajustamento, em sentido contrário, na rubrica de juros (em -440 milhões de euros).

Ainda assim, e tendo por base a execução orçamental do 1º e as medidas entretanto conhecidas (como a revisão dos escalões do IRS ou a revisão das carreiras), é possível que o ano termine com um excedente orçamental mais próximo de 0,6% do PIB do que dos 0,4% estimados pelo Governo.

### Para onde vamos?

A POGE 2025 revela uma descida do excedente orçamental para 0,3% do PIB, com o crescimento da despesa a

### Cenário Macroeconómico para Portugal

	Ano Instituição Data publicação	2023	2024			2025		
			BdP Out. 24	MF Out. 24	BPI Set. 24	BdP Out. 25	MF Out. 25	BPI Set. 25
PIB real		2,3	1,6	1,8	1,7	2,1	2,1	2,3
Consumo Privado		1,6	2,5	1,8	2,2	2,3	2,0	1,7
Consumo Público		1,0	1,0	2,6	1,0	0,9	1,2	0,8
Investimento		2,6	0,8	3,2	1,3	5,4	3,5	5,7
Exportações		4,1	3,8	2,5	4,2	3,3	3,5	5,0
Importações		2,2	4,5	2,9	4,6	4,4	3,5	5,0
PIB nominal		9,6	-	5,0	4,3	-	4,8	4,5
IHPC *		5,3	2,6	2,6	2,4	2,0	2,3	2,1
Taxa desemprego		6,5	6,5	6,6	6,5	6,4	6,5	6,4
Emprego		0,9	1,1	1,1	0,9	0,6	0,7	1,3
Balança Corrente		1,3	-	0,9	1,2	-	0,7	1,4
Balança Capital		1,3	-	2,5	1,5	-	2,8	1,7

Nota: \* IPC para as previsões BPI.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, POGE 2025 e Boletim Económico (outubro 2024).

1. De acordo com a ótica das contas nacionais.



### Principais rubricas das contas públicas (% PIB)

	2019	2023	2024	2025	Varição 2025-2019	Varição 2025-2024	
					% PIB	TVH %	Contributos
Receita corrente	42,2	42,5	43,2	43,4	1,1	5,1	4,9
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,4	37,7	37,5	1,0	4,2	3,6
Receita capital	0,4	1,2	1,5	2,1	1,7	44,0	1,5
<b>Receita total</b>	<b>42,6</b>	<b>43,6</b>	<b>44,8</b>	<b>45,5</b>	<b>2,9</b>	<b>6,4</b>	<b>-</b>
Consumo intermédio	5,1	5,2	5,4	5,5	0,4	5,8	0,7
Despesas com pessoal	10,8	10,4	10,8	10,9	0,1	5,6	1,4
Prestações sociais	18,2	17,5	18,3	18,1	0,0	4,0	1,6
Juros	2,9	2,1	2,1	2,2	-0,7	10,4	0,5
Subsídios	0,4	0,8	0,8	0,7	0,2	-12,3	-0,2
Investimento	1,9	2,6	3,3	3,7	1,9	16,7	1,3
<b>Despesa total</b>	<b>42,5</b>	<b>42,4</b>	<b>44,4</b>	<b>45,2</b>	<b>2,7</b>	<b>6,6</b>	<b>-</b>
<b>Despesa Corrente Primária</b>	<b>36,7</b>	<b>36,4</b>	<b>38,1</b>	<b>38,1</b>	<b>1,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>
<b>Saldo Global</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Saldo primário</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Saldo primário estrutural</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Dívida Pública</b>	<b>116,1</b>	<b>97,9</b>	<b>95,9</b>	<b>93,3</b>	<b>-22,8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, Proposta de OGE 2025 e AMECO.

superar o da receita, com a política orçamental a assumir um carácter ligeiramente expansionista em 2025.

O aumento de 6,4% da receita (cerca de 8.000 milhões de euros) é, em mais de metade, explicado pelo aumento da receita fiscal e contributiva. De facto, apesar das medidas de política orçamental com um impacto negativo superior a 1.400 milhões de euros (cerca de 0,5% do PIB), onde se incluem, a título de exemplo, o alargamento do IRS jovem e a redução do IVA da eletricidade, a receita fiscal e contributiva deverá aumentar 4,2% (cerca de 4.500 milhões de euros). Para além do efeito positivo decorrente do crescimento da economia, do aumento do emprego e dos salários, a evolução positiva desta rubrica é ainda explicada pela reposição dos impostos aos combustíveis (com um impacto de 650 milhões de euros, 0,2% do PIB). Neste contexto, os impostos diretos deverão reduzir 0,6 p. p. para 10,0% do PIB, compensado, apenas parcialmente, pelo aumento dos impostos indiretos (+0,2 p. p., para 14,7%), reduzindo a carga fiscal em 0,2 p. p., para 37,5% do PIB. No entanto, admitindo a relação histórica entre o PIB nominal e a receita fiscal e contributiva (as elasticidades) e ajustado por estas medidas orçamentais, é possível que esta rubrica esteja sobrestimada em torno de 0,1% PIB. A confirmar-se, o aumento da receita fiscal e contributiva rondaria os 3,9%, em vez dos 4,2% projetados na POGE 2025.

Outra parcela importante no aumento da receita é a componente relativa ao PRR, que explica cerca de 40% do aumento esperado da receita para o próximo ano (ou seja,

cerca de 3.100 milhões de euros). Se excluirmos esta parcela (de cerca de 2,3% do PIB), a receita total aumentaria em torno de 4%, ou seja, ligeiramente abaixo de 5.000 milhões de euros.

Do lado da despesa, o aumento projetado para o próximo ano (de 6,6% ou cerca de 8.300 milhões de euros) é explicado, em mais de 60%, por três rubricas: por esta ordem, prestações sociais, despesas com pessoal e investimento.

O aumento das prestações sociais é explicado, em mais de metade, pela atualização das pensões de acordo com a fórmula prevista na lei e pelo aumento do número de pensionistas, um impacto total de 1.600 milhões de euros (0,4% do PIB). A isto, junta-se o reforço do Complemento Solidário para Idosos (120 milhões de euros) e outras medidas de menor dimensão. Existe ainda a possibilidade de haver um pagamento extraordinário às pensões mais baixas em outubro de 2025, tal como aconteceu este ano, mas que estará dependente do bom andamento das contas públicas e cuja decisão será tomada apenas no verão do próximo ano.

Por sua vez, as despesas com pessoal refletem a valorização salarial dos funcionários públicos (de 52,63 euros ou um mínimo de 2%), com um impacto de quase 600 milhões de euros, aos quais se juntam outras medidas como progressões, promoções, atualização do salário mínimo da Administração Pública (de 821,83 euros para 875 euros), recuperação do tempo de serviço dos professores e outras revisões de carreiras já acordadas este ano.

Por fim, ao nível do investimento, é esperado um aumento de 16,7% (cerca de 1.600 milhões de euros), o que, a confirmar-se, colocaria o seu peso no PIB (de 3,7%) no nível mais elevado desde 2010. A grande questão tem a ver com a capacidade de execução desta rubrica que, recorde-se, tem tipicamente ficado abaixo do orçamentado nos últimos anos.<sup>2</sup> Ainda assim, acreditamos que a intenção de reforço do investimento público em 2025 afigura-se mais credível, atendendo à necessidade de acelerar a execução dos fundos comunitários, com destaque para o PRR, em linha com a curva histórica de execução temporal deste tipo de instrumento. De facto, o aumento do investimento público é, em mais de 60%, explicado pelo impacto do PRR, pelo que, se excluirmos este efeito, o investimento público aumentaria cerca de metade. No total, se excluirmos o efeito do PRR da receita e da despesa, o saldo orçamental passaria de 0,5% do PIB em 2024 para 0,7% em 2025.

Por último, o Ministério das Finanças aponta para um agravamento dos encargos com juros pelo terceiro ano consecutivo (+10,4%), passando de 2,1% do PIB em 2024 para 2,2% em 2025, ainda assim, abaixo do verificado em 2019 (2,9%). Esta evolução reflete o agravamento do custo da dívida emitida mais recentemente.<sup>3</sup> A estimativa do Executivo parece ajustada face ao contexto, e, mesmo num cenário mais extremo, em que as taxas de juro das OTs a 10 anos atingissem os 7% (níveis registados no início de 2011 e altamente improváveis neste momento), o encargo com juros seria cerca de 3% do PIB. Assim, e assumindo, de forma muito simplista, que mais nenhuma rubrica se alteraria, o saldo orçamental atingiria um défice em torno dos 0,5% do PIB.

No conjunto, as medidas de política orçamental deverão contribuir para o agravamento da despesa em mais de 1.700 milhões de euros (cerca de 0,6% do PIB), das quais mais de 90% são relativas a despesas com pessoal.<sup>4</sup> Neste contexto, a despesa corrente primária manter-se-á em níveis elevados (38,1% do PIB, tal como em 2024), o que corresponde, se compararmos com o pré-pandemia, a um agravamento de 1,4 p. p. do PIB.<sup>5</sup> Esta evolução é especialmente preocupante, pelo carácter mais rígido desta despesa (exclui o investimento público e os juros pagos da

dívida pública, que o Estado não controla), ou seja, é a despesa mais difícil de reverter caso um choque negativo se materialize. Todavia, há que ter em consideração que esta rubrica está também influenciada pela execução do PRR: sem estes fundos, a despesa corrente primária registaria um agravamento de 0,6 p. p. face ao pré-pandemia.

Neste contexto, o rácio de dívida pública continuará a sua trajetória descendente: de acordo com o Governo, deverá descer de 95,9% do PIB em 2024 para 93,3% em 2025, uma descida explicada, em mais de metade, pelo crescimento da atividade económica. As previsões do Governo apontam que será possível atingir um rácio de dívida pública em torno dos 65% em 2038.

A perspetiva de descida continuada dos níveis de endividamento público, a par do compromisso no equilíbrio das contas públicas, é particularmente relevante para o país, dado que Portugal continua no grupo dos 20 países com maior rácio de dívida pública a nível mundial. Esta postura deverá contribuir para sustentar o prémio de risco abaixo dos restantes periféricos e poderá suportar também a melhoria do rating da República. No entanto, os riscos continuam à espreita: o grande destaque continua a ser a vertente externa, nomeadamente os riscos geopolíticos (e os impactos que podem ter no encarecimento das matérias-primas, especialmente o petróleo) ou as oscilações nos mercados financeiros. Para além disso, destacamos, na frente doméstica, a fragmentação do Parlamento e a eventual pressão sobre as contas públicas decorrente da aprovação de medidas que possam agravar a despesa. De igual modo, a fraca implementação do PRR continua a constituir um risco relevante. Ainda assim, também os riscos ascendentes podem influenciar de forma positiva a execução orçamental, nomeadamente maior consumo das famílias, num contexto de redução dos encargos com os empréstimos e aumento do rendimento disponível.

Vânia Duarte

2. A exceção poderá ser 2024, que, a confirmar-se a estimativa do Governo, poderá ficar cerca de 150 milhões de euros acima do projetado no OGE 2024.

3. O custo da nova dívida aumentou de 1,7% em 2022 para 3,5% em 2023 e atinge os 3,4% em 2024. Neste contexto, o custo do stock de dívida aumentou 0,3 p. p. em 2023, para 2,0%.

4. Esta estimativa não inclui a recente revisão em alta do salário mínimo da função pública, que, inicialmente, estava previsto em 870,50 euros e, em negociações com os sindicatos após a publicação da POG 2025, fixou-se em 875 euros.

5. O aumento de cerca de 42% da despesa corrente primária face a 2019 é explicado, em cerca de 70%, pelo aumento das prestações sociais (com um aumento de cerca de 37%, ou seja, +14.350 milhões de euros) e despesas com pessoal (+38%, +8.870 milhões de euros).

## Índice de Preços da Habitação: revisão em alta

Em média, os preços das casas (medidos pelo IPH do INE) aumentaram 12,6% em 2022 e 8,2% em 2023 (8,7% nos imóveis existentes e 6,6% nos imóveis novos). A previsão do BPI Research apontava para uma valorização média de 4,3% em 2024, mas na sequência da publicação do dado do IPH do 2T 2024 e de outros fatores já conhecidos tornou-se imperativo a revisão em alta deste número.<sup>1</sup> Explcamos aqui o racional da revisão.

De facto, o dado do 2T 2024 foi muito forte – uma subida trimestral de 3,9% – a mais alta desta série. É preciso recuar ao 1T 2022 para encontrar uma variação trimestral desta ordem (3,8%, no caso). Em termos homólogos o aumento de preços foi de 7,8% o que ainda assim é coerente (embora em menor escala) com a visão de desaceleração do mercado face a 2023 que antecipávamos. O dado foi também forte ao nível do número de transações (37.125), principalmente porque interrompeu sete trimestres de quebras homólogas significativas (em 2023 as vendas recuaram quase 19%). Com efeito, as transações no 2T 2024 incrementaram 12% trimestralmente e 10% face ao homólogo. Com este dado, também deixámos de projetar um recuo residual no número de transações face a 2023, esperando agora que aumentem em média cerca de 5%.

Quais os motivos que podem explicar este comportamento? No essencial, há dois aspetos aos quais atribuímos maior importância.

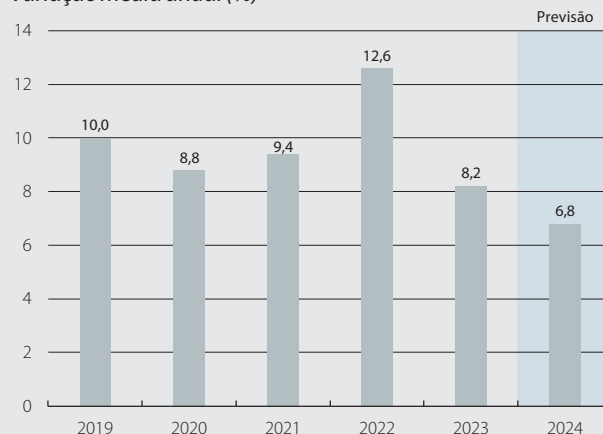
Primeiro, o processo desinflationista na zona euro após o 1T 2024 afigurava-se já mais consistente. Em maio, por exemplo, quer a inflação global quer a inflação subjacente na zona euro situavam-se abaixo dos 3% e já era grande a convicção nos mercados de que o primeiro corte de taxas de referência por parte do BCE seria efetuado em junho, o que se veio a confirmar. O efeito disto é múltiplo. Por um lado, a perspetiva de encargos financeiros mais baixos traz otimismo a quem pretende comprar, que antecipa menor pressão no orçamento familiar. Depois, taxas de juro mais baixas traduzem-se em menor serviço da dívida e melhor enquadramento das métricas usadas para analisar o risco em crédito à habitação, como a taxa de esforço. Por fim, em termos financeiros, taxas de juro mais baixas significam normalmente preço dos ativos mais alto.

Em segundo lugar, consideramos que o anúncio por parte do Governo de medidas a impactar o mercado da habitação também tiveram a sua influência. Aqui, atribuímos especial relevância à medida de isenção do IMT na aquisição de habitação própria permanente por pessoas com menos de 35 anos de idade. Operadores do mercado imobiliário indicam que alguns compradores (acima dos

1. Em concreto, apontamos agora para uma variação média do IPH em 2024 de 6,8%.

### Índice de Preços da Habitação

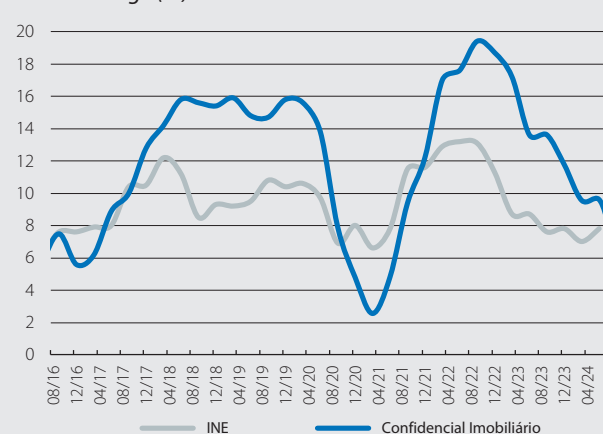
Variação média anual (%)



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

### Índice de preços da habitação/residenciais

Var. homóloga (%)



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

35 anos) em antecipação desta medida, que viria a entrar em vigor apenas em agosto, posicionaram-se antecipando um aumento de procura de imóveis dos jovens.

Nos restantes trimestres do ano os preços da habitação deverão continuar a subir, embora com menos pujança do que o observado neste segundo trimestre. Globalmente, o contexto é feito de fatores de suporte ao mercado. O saldo migratório positivo (via imigração) deverá continuar a contribuir para o crescimento da população ativa e a aquisição de imóveis por não-residentes em número superior ao pré-pandemia deverá manter-se. A resiliência da procura com manutenção de baixos níveis de desemprego e aumento dos salários reais, conjugada com uma oferta que não dispara.<sup>2</sup> Por fim, a progressão

2. Até ao 2T 2024 os novos fogos de habitação concluídos ascendem a 12.193. A manter-se o ritmo de construção igual ao que ocorreu na primeira metade do ano, os novos fogos construídos deverão incrementar 3% face a 2023.

continuada e convicta do processo de alívio monetário – na reunião de setembro a decisão do Conselho do BCE de cortar a taxa de juro *depo* em 25 p. b. foi tomada por unanimidade.

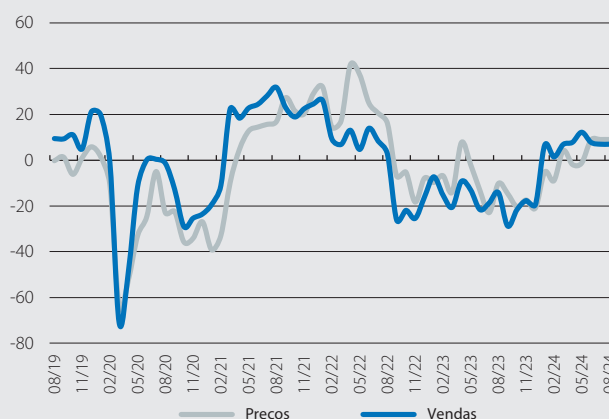
Aparte disto, os dados conhecidos pós 2T 2024 também são positivos. Em agosto, as expetativas de vendas e preços para os próximos 3 meses dos agentes do mercado<sup>3</sup> plasmados no *Portuguese Housing Market Survey*<sup>4</sup> estão simultaneamente em terreno positivo por três meses consecutivos. Os dados do Índice de Preços Residenciais, também elaborado pela Confidencial Imobiliário, em julho e agosto assinalam aumento de preços (crescimentos mensais de +0,1% e +0,9%, respetivamente). E o valor mediano da avaliação bancária de imóveis no âmbito de processos de crédito habitação avançou também em julho e agosto (+7,4% e 8,2% em termos homólogos, respetivamente).

Por fim, resta-nos assinalar que nem tudo é positivo no horizonte de riscos e alguns aspetos concorrem para o abrandamento do mercado. Nomeadamente, a desaceleração da economia nacional e crescimento modesto da economia da Zona euro; e, o crescente desfasamento entre crescimento dos salários e crescimento dos preços do imobiliário.

*Tiago Belejo Correia*

### Expetativas de preços e vendas a três meses

Saldo de respostas extremas



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial imobiliário.

3. Mediadores e Promotores imobiliários.  
4. Elaborado pela Confidencial Imobiliário.

## O «Semáforo da Atividade»

O acompanhamento em tempo real da atividade económica nacional é um *leitmotiv* da área de estudos económicos e financeiros do BPI. A monitorização próxima de tudo o que se relaciona com a atividade e o crescimento permitirá uma construção mais eficiente de cenários e um contributo para a compreensão da realidade económica por parte de quem acompanha as nossas publicações.

Assim, um dos grandes desafios é a previsão da variável macroeconómica de referência para a definição da dimensão e crescimento de uma economia – o Produto Interno Bruto (PIB). Porém, os dados relativos ao PIB são divulgados numa base trimestral e normalmente com cerca de um mês de desfasamento relativamente ao final do trimestre a que se referem. Idealmente, a nossa visão tem de ser mais tempestiva, com vista a dar *inputs* a todo o momento acerca da economia e perspetivar da melhor forma o trimestre em curso (e seguintes).

Existem, contudo, indicadores de diversa ordem que são divulgados com frequência mais alta e que podem ser associados ao andamento da atividade económica. Desenvolvemos uma ferramenta – o «Semáforo da Atividade» – que visa aproveitar uma seleção de indicadores (com frequência superior a trimestral) e relacioná-los com o PIB. Apresentamo-la nos parágrafos seguintes.

### A escolha de indicadores e construção da ferramenta do «Semáforo da Atividade»

Partimos de uma *pool* alargada de indicadores candidatos a integrar o «Semáforo» e o espírito subjacente à escolha dos mesmos teve por base dois critérios. Primeiro, apresentarem uma frequência alta (semanal ou mensal). Segundo, serem potenciais *proxys* para uma cobertura alargada da atividade económica nos seus diversos aspetos e

setores – consumo privado, turismo, e, atividade industrial, por exemplo. Por fim, pretendeu-se também uma combinação de *hard data* (dados quantitativos baseados em informação objetiva e mensurável) com *soft data* (dados de natureza mais qualitativa e que refletem opiniões, perceções ou expectativas). É expectável que a *hard data* reflita melhor a situação do momento enquanto a *soft data* permita captar melhor as tendências futuras.

Foram dez os indicadores da *pool*: Indicador de atividade diária (DEI); Emprego (número da população empregada); índice de produção na Construção e Obras Públicas; índice de volume de negócios no Comércio a retalho; índice de volume de negócios na indústria; índice de volume de negócios nos Serviços; ISE (indicador de sentimento económico); Compras multibanco de não residentes (valor das compras com cartões emitidos no estrangeiro em TPA em Portugal), Multibanco (valor deflacionado do levantamento e compras com cartões multibanco); Turistas não residentes (nº de hóspedes não residentes em estabelecimentos de alojamento turístico nacionais).

Para decidir de entre todas quais as variáveis a incluir no «Semáforo» começámos por verificar quais as que têm maior correlação com as variações do PIB. Apresentamos a matriz de correlações na primeira figura. A diagonal representa a correlação da variável com ela mesma, mas na primeira coluna conseguimos observar o coeficiente de correlação do PIB com cada uma das variáveis da *pool*.

Como é visível na matriz, todos os indicadores apresentam com o PIB uma correlação média ou alta/muito alta. Sendo o Índice de volume de negócios nos Serviços o indicador com maior correlação (0,965) e o Multibanco (levantamento e compras com cartões) o de menor correlação (0,652). Seleccionámos em primeiro lugar para cons-

### Matriz de correlações entre a variação dos indicadores e a variação do PIB

	PIB	DEI	Emprego	Indice_prod_construcao	Indice_vn_comercio	Indice_vn_industria	Indice_vn_servicos	ISE	Mb_compras_nao_resid	Mb_levantamentos_e_compras	Turistas_nao_resid
PIB	1,000	0,962	0,677	0,906	0,904	0,848	0,965	0,950	0,690	0,652	0,719
DEI	0,962	1,000	0,628	0,898	0,871	0,859	0,939	0,974	0,673	0,597	0,719
Emprego	0,677	0,628	1,000	0,567	0,711	0,494	0,692	0,603	0,458	0,608	0,214
Indice_prod_construcao	0,906	0,898	0,567	1,000	0,756	0,763	0,853	0,862	0,579	0,525	0,628
Indice_vn_comercio	0,904	0,871	0,711	0,756	1,000	0,764	0,916	0,891	0,713	0,762	0,705
Indice_vn_industria	0,848	0,859	0,494	0,763	0,764	1,000	0,877	0,823	0,498	0,474	0,598
Indice_vn_servicos	0,965	0,939	0,692	0,853	0,916	0,877	1,000	0,930	0,699	0,670	0,681
ISE	0,950	0,974	0,603	0,862	0,891	0,823	0,930	1,000	0,710	0,616	0,776
Mb_compras_nao_resid	0,690	0,673	0,458	0,579	0,713	0,498	0,699	0,710	1,000	0,885	0,864
Mb_levantamentos_e_compras	0,652	0,597	0,608	0,525	0,762	0,474	0,670	0,616	0,885	1,000	0,679
Turistas_nao_resid	0,719	0,719	0,214	0,628	0,705	0,598	0,681	0,776	0,864	0,679	1,000

■ Maior correlação

■ Menor correlação

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



tituir o «Semáforo» os indicadores com correlação acima de 0,95 (ISE, DEI e índice VN Serviços) e de seguida aqueles com correlação acima de 0,90 (Índice VN Comércio e Índice Prod. Construção), acabando por «deixar cair» o Índice de Prod. na Construção e substituindo-o pelo Índice de VN da Indústria (0,848) por forma a poder ter também uma visão por grandes grupos setoriais – Indústria, Comércio e Serviços.

Depois de remover outliers estandardizarmos as séries para que os registos trimestrais (e mensais) variassem entre -1 e 1, facilitando a comparabilidade, e estabelecemos seis escalões de performance baseados em percentis – Debilidade extrema, Debilidade, Steady «downside», Steady «upside», Força e Força extrema. Assim, cada vez que ocorre a publicação de um indicador conseguimos automaticamente avaliar a sua performance relativa e situá-lo num escalão de desempenho. Ponderando cada um dos cinco indicadores com um peso de 20% para o «Semáforo» podemos finalmente construí-lo. Esse exercício retrospectivo é apresentado na segunda imagem.

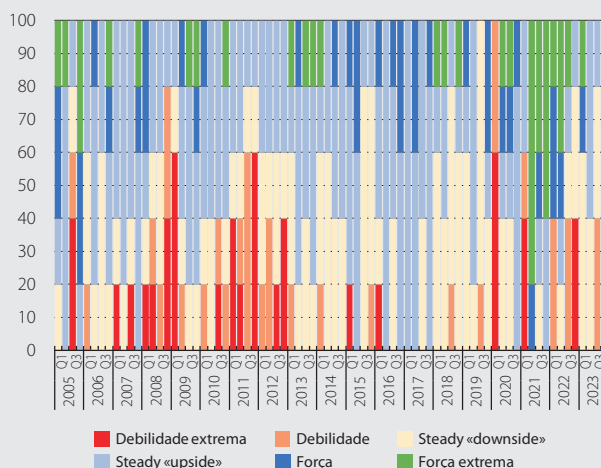
Como podemos ver, estão bem evidenciados no gráfico como épocas de debilidade e debilidade extrema a crise financeira de 2008,<sup>1</sup> a crise das dívidas soberanas com entrada da «troika» no país em 2011<sup>2</sup> e a crise sanitária do Covid.<sup>3</sup> Por outro lado, o «Semáforo» também aponta como períodos de força/força extrema da atividade o 2T 2021 e o 4T 2021, alturas onde o PIB avançou em termos trimestrais +4,5% e +1,9%, respetivamente. Estes sinais parecem evidenciar uma boa performance no indicador para sinalizar períodos de expansão e recessão.

**O que está a sinalizar o semáforo**

Olhando já para 2024, efetuámos o exercício de estabelecer os pontos médios de cada um dos escalões de performance equivalente para as variações do PIB e ponderá-las pelas percentagens do «Semáforo». Com isto, verificamos que a variação trimestral do PIB que o «Semáforo» apontava para o 1T 2024 era 0,51% e foi 0,64% que se confirmou com a publicação do dado. Já no 2T, o «Semáforo» apontava 0,26% e o dado efetivo foi inferior a esse valor (0,21%), e finalmente, no 3T apontava para 0,29% e dado efetivo foi também inferior (0,2% na estimativa rápida). À data em

1. Recordar que a falência do banco Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 foi o marco do início deste período. No último trimestre desse ano 80% dos indicadores do semáforo apontam para debilidade e debilidade extrema e o PIB trimestral no 4T 2008 foi de -1,3%.  
 2. O Memorando de Entendimento com a «troika» foi celebrado em maio de 2011 e no 1T desse ano o «Semáforo» já apontava para 60% dos indicadores em debilidade extrema tendo o PIB registado uma variação trimestral de -0,7%.  
 3. Recordar a existência de estado emergência 1T 2020 e estado de emergência no 1T 2021 (quando a 18 de janeiro Portugal é o país do mundo com maior número de novos casos de infeção por milhão de habitantes). Nestes períodos 80% e 60% dos indicadores do «Semáforo», respetivamente, sinalizavam debilidade/debilidade extrema e o PIB trimestral nesses períodos recuou -4,4% e -2,4%.

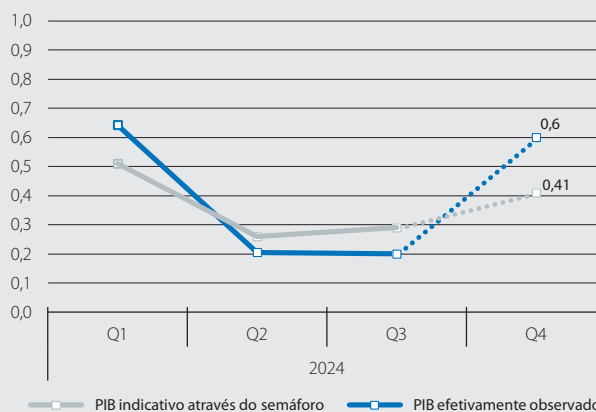
**Semáforo da Atividade (qoq)**



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

**PIB**

**Variação trimestral (%)**



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

que escrevemos naturalmente não existe ainda dado publicado para o PIB do 4T 2024, o trimestre ainda decorre, e no «Semáforo» alguns indicadores apenas ainda têm dados até setembro. Contudo, com os dados atuais, o «Semáforo» aponta uma variação trimestral do PIB de 0,41% no 4T 2024 e que é inferior à previsão do BPI Research (0,60%). Este exercício está ilustrado na última imagem.

Apresentámos o funcionamento desta nova ferramenta que poderá surgir em publicações e análises futuras do BPI Research. Naturalmente, não é o «Santo Graal», e não estão postas de parte calibrações adicionais ou outros ajustes que a utilização imponha. Trata-se apenas de mais um contributo para a interpretação da realidade a cada momento e que poderá ter algum potencial de *early warning*.

Tiago Bejeiro Correia

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	2,6	2,0	1,4	...	0,9	...	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	...	-1,5	2,7	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-6,5	-5,5	-4,1
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	7,5	4,9	-19,6	6,1	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	...	8,2	10,0	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	...	8,8	7,7	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	-1,6	0,8	5,5
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	...	5,6	5,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,4	2,2	1,7	1,5	...	1,7	...	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-13,1	-13,9
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	...	1,4	1,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	...	6,4	6,4	...
<b>PIB</b>	<b>7,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Preços**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
Inflação global	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	1,9	2,1	2,3
Inflação subjacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,4	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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	...	-0,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	...	-2,3	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>-2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>...</b>	<b>4,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	-4,7	3,3	3,3	4,6	5,3	...	5,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	0,4	0,5	0,6	...	-0,7	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>...</b>	<b>7,9</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	...	5,8	6,0	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-14,8	-11,2	-4,6	...	-7,5	-6,7	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	14,8	20,2	17,7	...	22,5	21,0	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	...	10,2	29,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,6</b>	<b>...</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	...	0,5	0,9	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	...	-1,2	-1,2	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	...	1,0	1,5	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,2	2,0	2,7	...	3,5	4,4	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	...	-3,4	-4,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>...</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>...</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>...</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

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

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

## As boas sensações da economia espanhola confirmam-se no 3T

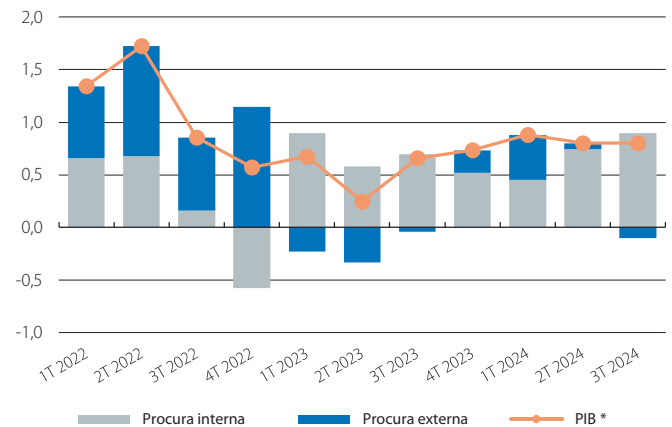
O crescimento do PIB voltou a superar as expectativas no 3T. Mais concretamente, o PIB cresceu 0,8% em termos trimestrais, o mesmo ritmo que no 2T 2024, e consideravelmente acima da média da Zona Euro (0,4% em termos trimestrais) e das nossas previsões. Em termos homólogos, a taxa acelerou para 3,4%, contra 3,2% no trimestre anterior. O facto de os valores do crescimento do PIB no 3T 2024 surpreenderem positivamente introduz riscos de subida na nossa previsão de crescimento do PIB para 2024 no seu conjunto, atualmente de 2,8%. Na sequência deste avanço, a economia espanhola está 6,6% acima dos níveis pré-pandémicos, em comparação com um aumento de 4,6% na Zona Euro.

A expansão do PIB foi impulsionada pelo consumo privado e público, enquanto a procura externa perdeu dinamismo e o investimento não arrancou. Deste modo, o consumo privado registou uma taxa de crescimento trimestral de 1,1%, mais dinâmica do que o PIB e semelhante à do trimestre anterior. Em contrapartida, o investimento dececionou, com uma descida trimestral de 0,9% em cadeia, explicada pela estagnação do investimento em equipamento, pesada por uma contração trimestral de 4,2% do investimento em transportes e uma descida trimestral de 1,7% do investimento em construção. Por sua vez, o consumo público foi um importante fator de apoio, com um crescimento trimestral de 2,2%, 1,6 p.p. acima do valor registado no 2T. Esta evolução do consumo público foi mais elevada do que o previsto e explica uma grande parte da diferença em relação às nossas previsões. Para terminar, a procura externa subtraiu uma décima ao crescimento trimestral do PIB, dado que as exportações aumentaram 0,9% em cadeia, mas abaixo do aumento de 1,2% das importações, que foram impulsionadas pela procura interna.

O mercado de trabalho e os PMI iniciam o 4T em boa posição. No mercado de trabalho, a criação de emprego retomou o seu ímpeto e as inscrições na Segurança Social cresceram em outubro em 134.307 trabalhadores em relação ao mês anterior, 0,63%, impulsionadas principalmente pelo setor dos serviços. Este aumento foi muito superior ao habitual para o mês de outubro: tanto no ano passado como na média desse mês no período 2014-2019, o aumento foi de 0,45%. O número total de trabalhadores ascende assim a 21,33 milhões, ou seja, mais 514.856 do que há um ano. Em termos corrigidos de sazonalidade, o emprego registou um aumento mensal de 67.772, o maior aumento desde março, e bem acima da média mensal do 3T (+18.000). Os indicadores de sentimento continuam a mostrar dinamismo depois de terem terminado o 3T muito fortes, especialmente a indústria transformadora: o PMI da indústria transformadora situou-se em 54,5 pontos em outubro, numa clara zona de expansão, uma vez que se situa acima dos 50 pontos, e acima do valor de setembro de 53 pontos e da média do 3T de 51,5. Por último, o PMI dos serviços perdeu algum fôlego, mas continuou numa sólida zona de expansão, situando-se em 54,9 em outubro (55,2 na média do 3T e 57 em setembro). À margem destes dados, no final de outubro, a DANA, que assolou uma grande parte da província de Valência, causou uma grande devastação

### Espanha: contribuição para o crescimento do PIB por componentes

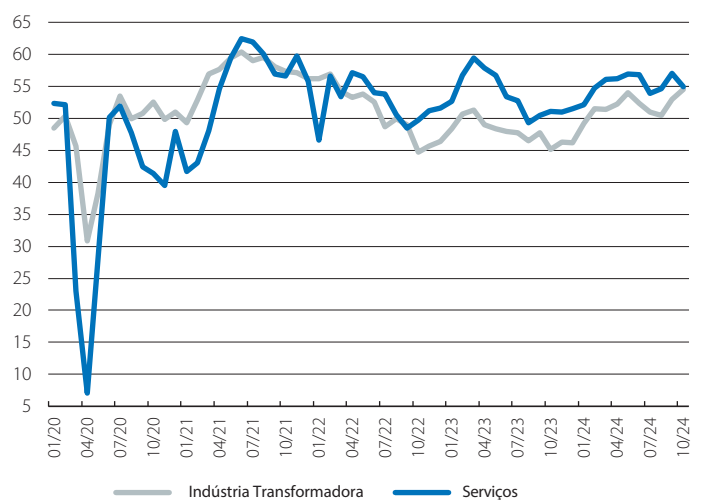
Contribuição para a variação trimestral do PIB (p. p.)



Nota: \* Variação em termos trimestrais (%).  
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (CNTR).

### Espanha: PMI

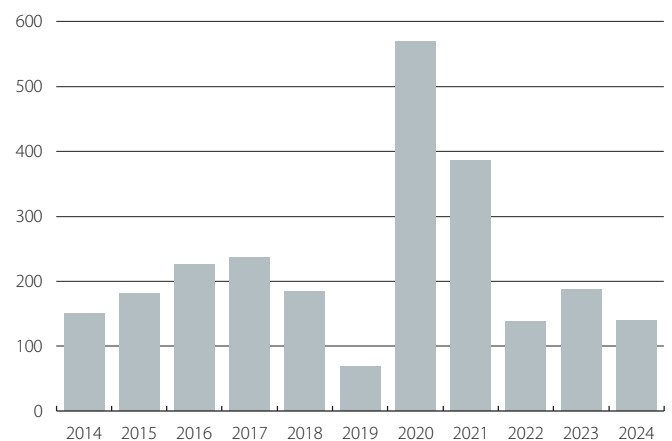
Nível



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

### Espanha: variação trimestral da taxa de emprego no 3T 2024

(Milhares)



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

humana e económica na zona. A destruição causada pela gota fria terá um impacto no crescimento do PIB do 4T que será limitado a nível agregado, mas muito significativo na área afetada.

**O emprego registou um bom desempenho no 3T.** O inquérito EPA (Encuesta de Población Activa) confirmou que a economia espanhola continuou a criar emprego a um bom ritmo no 3T, com um crescimento de 0,4% em termos trimestrais ajustados de sazonalidade, a mesma taxa que no trimestre anterior. Além disso, o número de desempregados diminuiu em 1.200 no 3T 2024, em comparação com um aumento de 86.000 no mesmo trimestre de 2023. Por conseguinte, a taxa de desemprego desceu de 11,3% no 2T 2024 para 11,2%, ou seja, menos 7 décimas do que há um ano (11,9%).

Também merece atenção a moderação da taxa de crescimento da população ativa, que passou de uma taxa homóloga de 1,6% no 2T para 1,0%, o aumento mais lento desde o 3T de 2022. A desaceleração é devida tanto aos espanhóis como aos estrangeiros, que, no entanto, continuam a crescer a um ritmo muito superior (4,7% em termos anuais) ao dos espanhóis (0,3%).

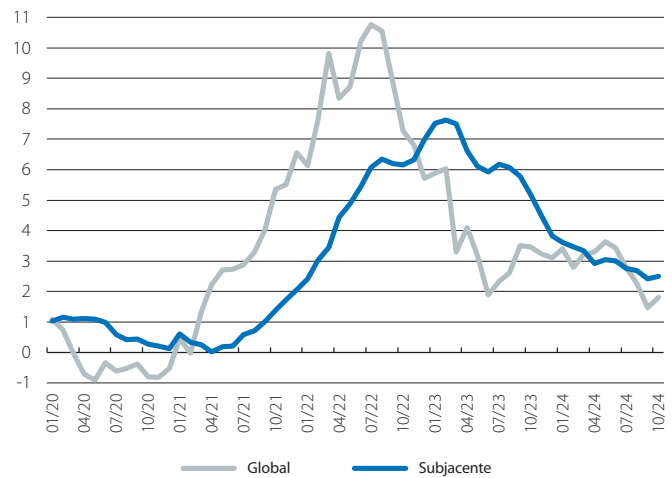
**A inflação recuperou 3 décimas, passando para 1,8%,** devido sobretudo ao aumento dos preços dos combustíveis e também, embora em menor grau, ao aumento dos preços da eletricidade e do gás, que baixaram em outubro de 2023. Para os próximos meses, o provável aumento dos preços da eletricidade, de acordo com os mercados de futuros, e a segunda subida do IVA sobre os produtos alimentares, em dezembro, poderão dar alguma continuidade à subida da inflação verificada este mês, mas, de qualquer modo, esperamos que o aumento seja moderado.

**O setor do turismo encerrou a época de verão com excelentes resultados.** As dormidas na hotelaria aumentaram 3,8% em setembro, em termos homólogos, impulsionadas pelos turistas internacionais, que cresceram 4,7% em termos homólogos, enquanto as dos residentes diminuíram 2,2% em termos homólogos. Trata-se de um valor ligeiramente inferior ao crescimento médio das dormidas até ao momento este ano (5,2%), o que é consistente com um crescimento robusto do turismo, mas mais forte na época baixa do que na época alta, em linha com a menor sazonalidade do setor. É de salientar que, no conjunto do ano, o setor continua a bater recordes e, entre janeiro e setembro, Espanha recebeu 73,9 milhões de turistas internacionais, mais 7,4 milhões do que no mesmo período do ano passado.

**A procura de habitação continua a ser forte, enquanto a oferta está a mostrar sinais iniciais de recuperação.** O número de vendas nos primeiros oito meses do ano diminuiu 1,0% em termos homólogos. Não obstante esta ligeira descida, as vendas de habitação continuam em níveis historicamente elevados (579.000 em 12 meses, contra 505.000 em 2019), destacando-se o grande dinamismo da construção nova (+7,7% em termos homólogos no acumulado do ano). A oferta de habitação continua a ser limitada e inferior à criação líquida de agregados familiares, o que está a exercer uma pressão ascendente sobre os preços da habitação. Nos primeiros oito meses do ano, o número de novas licenças de construção aumentou 16,4% em termos anuais, atingindo 121.000 nos últimos 12 meses, e esperamos que continuem a aumentar gradualmente.

**Espanha: IPC**

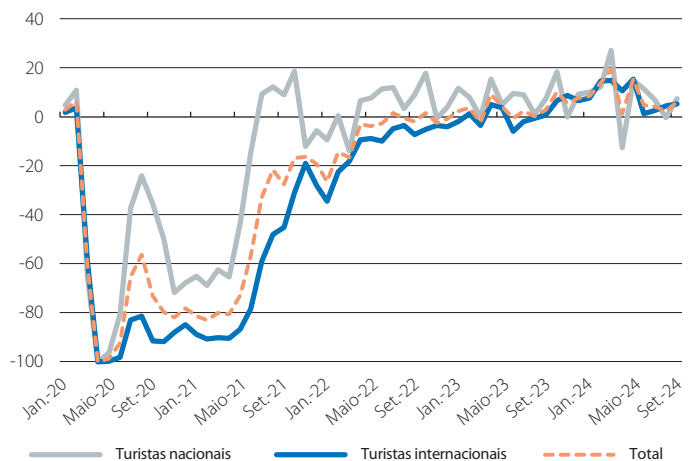
Varição homóloga (%)



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

**Espanha: dormidas de turistas em alojamentos**

Varição em relação ao mesmo mês de 2019 (%)

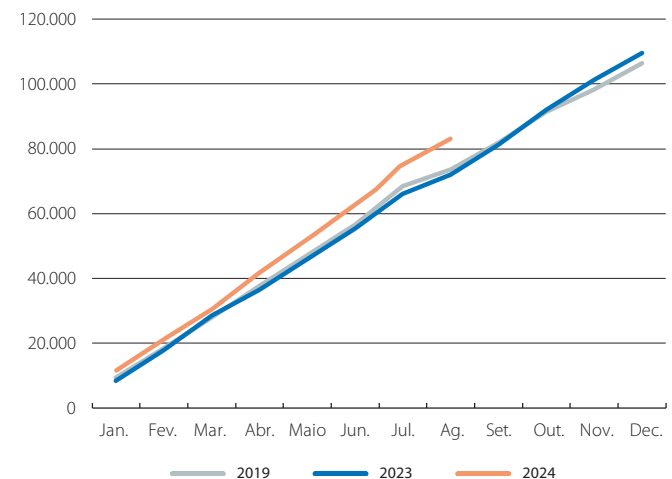


Nota: Dormidas de turistas em hotéis, estabelecimentos de turismo rural, apartamentos turísticos, parques de campismo e albergues.

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

**Espanha: licenças para novas habitações**

Número (acumulado no ano)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério da Habitação e da Agenda Urbana.

## Mercado imobiliário espanhol 2024-2025: em modo de expansão

Em termos gerais, a situação atual do mercado imobiliário espanhol caracteriza-se por uma forte procura e uma escassez de oferta. Em consequência deste desfasamento entre a oferta e a procura, os preços da habitação aceleraram, especialmente no que respeita à construção nova. Já prevíamos no BPI Research que a tendência de subida do mercado imobiliário se iria manter em 2024, mas os dados publicados foram mais fortes do que o esperado, o que, juntamente com a melhoria das perspetivas económicas, nos levou a rever em alta as nossas previsões para o setor imobiliário para 2024-2025.

### Força da procura de habitação

Após um pico em 2022, com um volume de vendas de 650.000 habitações, de acordo com as estatísticas do INE, as vendas de habitações caíram significativamente em 2023 (-10,2%) devido ao aumento das taxas de juro e ao desvanecimento dos fatores temporários que impulsionaram a procura de habitação após a pandemia. Entre janeiro e agosto de 2024, o número de compras e vendas manteve-se praticamente estável em cerca de 578.000, um nível elevado de transações numa perspetiva histórica (450.000 na média 2015-2019). Relativamente ao tipo de habitação, começa a verificar-se uma alteração de padrão, caracterizada por um crescimento significativo das vendas de habitação nova (+7,7% em termos homólogos no período acumulado de janeiro a agosto) e uma diminuição das vendas de habitação usada (-3,1%). Porém, as transações de habitações novas representam apenas 20,3% do total (+1,5 p.p. em relação a 2023).

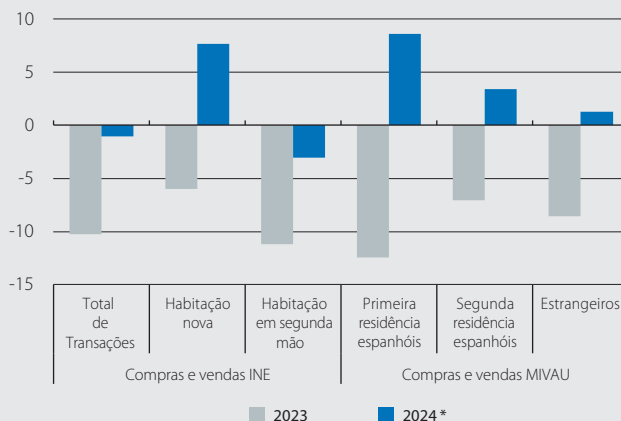
Por tipo de comprador, as vendas da primeira habitação por espanhóis foram as que mais cresceram (+8,6% em termos homólogos no 1S 2024), após uma queda acentuada em 2023 (-12,4%), um desempenho que traduz que este tipo de comprador é o mais sensível à evolução das taxas de juro.<sup>1</sup> Por outro lado, o número de compras por estrangeiros, que resistiu muito bem ao aumento dos custos de financiamento, é o que regista o aumento mais moderado no 1S 2024 (1,3%), embora se mantenha em níveis historicamente elevados (cerca de 87.600 compras e vendas nos quatro trimestres até ao 3T 2024, 14,7% do total segundo o Colégio dos registos notariais). Por último, as compras e vendas de segunda habitação em Espanha cresceram 3,4% no 1S 2024 e representam cerca de 13% do total de transações.

No horizonte de 2025, esperamos que os fatores que apoiam a procura de habitação se mantenham: criação

1. Para a repartição por tipo de comprador, utilizamos os dados do MIVAU. Consideramos que uma compra e venda é uma segunda habitação quando a província de residência do comprador é diferente da província em que a habitação está localizada.

### Espanha: Transações de habitação por tipo de propriedade e comprador

Variação(%)

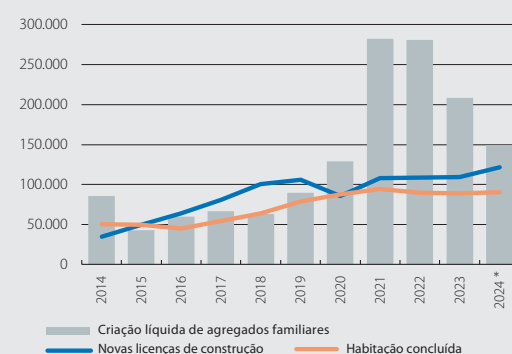


Nota: \* Variação entre o mesmo período de 2023 e 2024, até aos últimos dados disponíveis (INE: agosto, MIVAU: 2T).

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e do Ministério da Habitação Urbana (MIVAU).

### Espanha: oferta de habitação nova e criação líquida de agregados familiares

Número



Notas: Os dados históricos sobre a criação líquida de agregados familiares provêm da EPA (até 2013), da ECH em 2014-2020, da ECP em 2021-2024 e da EPA em 2024. \* Dados para 2024 cumulativos de 12 meses até ao último disponível.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério da Habitação Urbana e do INE.

líquida de emprego (cerca de 400.000 empregados mais), crescimento salarial acima da inflação, fluxos migratórios dinâmicos (embora inferiores aos de 2022-2023), procura externa dinâmica e uma situação financeira favorável das famílias (a dívida das famílias representava 45,4% do PIB no 2T 2024, abaixo da média da Zona Euro de 52,4%). Além disso, as condições financeiras foram flexibilizadas em resultado da descida das taxas de juro pelo BCE. Na sua reunião de outubro, o BCE reduziu as taxas de juro em 25 p.b. pela terceira vez desde junho e baixou a taxa *depo* para 3,25%. Na sequência da reunião, os mercados atribuíram uma probabilidade de 100% a outro corte de 25 p.b. em dezembro e, até ao final de 2025, as cotações de mercado apontavam para cerca de quatro cortes adicionais nas taxas.



### Falta de oferta, mas com sinais de melhoria

Atualmente, a falta de oferta de habitação, especialmente de habitação a preços acessíveis, é o principal desequilíbrio do mercado imobiliário. Conforme as Estatísticas Contínuas da População do INE, entre 2021 e 2023, foram criados cerca de 777.000 agregados familiares líquidos (cerca de 260.000 por ano), enquanto, nestes três anos, o número de fogos concluídos ascendeu a 273.000 (cerca de 90.000 por ano) e o número de novas licenças de construção rondou os 110.000 por ano. É evidente que o número de novas habitações é muito inferior à procura.

Os dados mais recentes mostram que esta diferença diminuiu (um aumento de cerca de 150.000 habitações líquidas até ao 3T 2024, de acordo com o EPA, em comparação com cerca de 121.000 novas licenças de construção acumuladas nos 12 meses até agosto), mas, em qualquer caso, o hiato acumulado nos anos anteriores é muito significativo e continua a condicionar a evolução do mercado. Em contrapartida, não se pode excluir que o menor dinamismo na criação líquida de agregados familiares seja uma consequência da dificuldade crescente de acesso à habitação, seja ela própria ou arrendada.

Embora os principais intervenientes no mercado imobiliário espanhol partilhem este diagnóstico, existem múltiplos fatores que estão a limitar a produção de habitação, incluindo a escassez de terrenos, a falta de mão de obra, os elevados custos de construção (embora os aumentos atuais sejam moderados em termos anuais, estão 30% acima dos níveis de 2019) e as alterações regulamentares. Note-se também que o setor da construção tem um problema de produtividade, um problema que se arrasta há décadas: enquanto o PIB real por hora trabalhada cresceu 19,4% entre 1995 e 2023 para o conjunto da economia e 56,5% para a indústria transformadora, na construção diminuiu 27,7%.

### Preços da habitação em Espanha aceleram apoiados pela descida das taxas de juro

O desequilíbrio entre a oferta e a procura de habitação, a melhoria das perspetivas económicas e a descida das taxas de juro têm apoiado o crescimento dos preços da habitação, que no 1S 2024 recuperaram 7,1% em termos homólogos, segundo o INE. O preço das habitações novas é o que regista o crescimento mais rápido (+10,7% em termos homólogos no 1S 2024), embora o aumento do preço das habitações em segunda mão seja também muito dinâmico (+6,5%).

Antecipamos que a tendência de subida dos preços da habitação se mantenha em 2025, prevendo-se um crescimento nominal de cerca de 4%, claramente acima da inflação. É de salientar que a situação expansionista do mercado imobiliário e o bom desempenho da economia

### Previsões do BPI Research para o setor imobiliário espanhol

	2022	2023	2024	2025
Preço da habitação (INE), variação (%)	7,4	4,0	7,1	4,1
Preços da habitação (MIVAU), variação (%)	5,0	3,9	5,1	3,6
Transações (milhares)	650	584	572	577
Licenças de construção novas (milhares)	109	109	115	125

Fonte: BPI Research.

espanhola significam que os riscos de um aumento mais rápido do que o esperado dos preços da habitação no nosso cenário central não são irrelevantes. Por outro lado, os preços elevados que já foram atingidos em certas localizações significam que o esforço para aceder à habitação pode ser um fator que limita o crescimento da procura e dos preços.

Por fim, convém referir que os problemas de acessibilidade associados ao crescimento dos preços da habitação, tanto no mercado de compra para habitar como no mercado de arrendamento, podem acabar por gerar efeitos económicos e sociais adversos a médio e longo prazo. Concretamente, a dificuldade de acesso à habitação pode afetar decisões vitais como as taxas de natalidade, a mobilidade geográfica dos trabalhadores e a acumulação de capital humano, entre outras. Existem, no entanto, empresas que apontam o elevado custo da habitação como um fator limitativo da contratação de mão de obra em determinados setores e localizações. Não existe uma solução simples para esta situação, mas esperamos que a oferta de habitação em geral, e de habitação a preços acessíveis em particular, ganhe força e que isso ajude a corrigir a situação.<sup>2</sup>

2. Ver artigo «O desafio de aumentar a oferta de habitação a preços acessíveis em Espanha» no *Relatório do Setor Imobiliário 2S 2024*.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	2,2	-1,1	-0,8	-0,4	0,1	-	-0,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,5	-7,9	-5,1	-5,5	-3,0	-3,6	-0,9	-8,1
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	50,5	53,0	54,5
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,3	0,8	2,9	4,0	-	6,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,1	-9,3	-10,5	-9,6	-	-6,3	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	...	...	...	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	12,8	12,3	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	54,6	57,0	54,9
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho <sup>1</sup>	2,3	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	2,4	4,1	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	11,9	4,2	9,6	1,1	-6,5	6,3	7,2
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-15,0	-12,3	...
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>2</sup>	3,6	3,1	3,6	3,0	2,0	1,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	13,0	12,2	11,8	12,3	11,3	11,2	-	-	-
Inscritos na Segurança Social <sup>3</sup>	3,9	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3	2,5
<b>PIB</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	-	-	-

**Preços**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
Inflação global	8,4	3,6	3,3	3,1	3,5	2,2	2,3	1,5	1,8
Inflação subjacente	5,1	6,1	4,5	3,5	3,0	2,6	2,7	2,4	2,5

**Setor externo**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	-1,4	-6,9	-4,9	-	-2,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-7,2	-9,8	-7,1	-	-4,6	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>4,8</b>	<b>39,8</b>	<b>39,8</b>	<b>41,2</b>	<b>45,3</b>	-	<b>48,3</b>	...	...
Bens e serviços	12,1	58,8	58,8	60,5	65,4	-	68,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-19,1	-19,1	-19,2	-20,2	-	-20,4	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>17,5</b>	<b>56,0</b>	<b>56,0</b>	<b>56,0</b>	<b>61,4</b>	-	<b>64,4</b>	...	...

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

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,2	4,8	4,2	...
À vista e poupança	3,6	-7,4	-7,4	-5,2	-1,9	-1,7	-1,5	-1,7	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,1	52,9	47,1	...
Depósitos das Adm. Públicas <sup>5</sup>	-0,8	0,5	0,5	-4,6	-4,1	14,7	9,4	14,7	...
<b>TOTAL</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-0,4	-3,4	-3,4	-2,6	-1,3	-0,3	-0,7	-0,3	...
Empresas não financeiras	-0,7	-4,7	-4,7	-3,6	-1,8	-0,5	-1,3	-0,5	...
Famílias - habitações	-0,2	-3,2	-3,2	-2,5	-1,5	-0,7	-0,7	-0,7	...
Famílias - outros fins	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,7	1,1	0,5	1,1	...
Administrações Públicas	0,6	-3,5	-3,5	-4,8	-2,7	-5,4	-7,5	-5,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	...	<b>3,4</b>	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e esvaziado. 2. Estimativa 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.

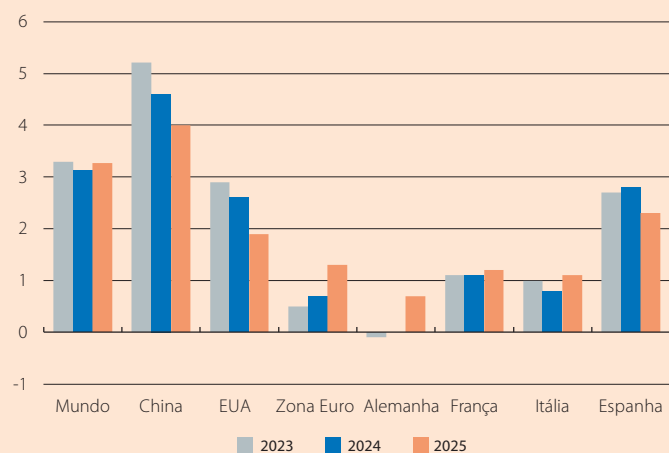
## Perspetivas globais 2025: em busca de uma nova normalidade

Decorridos cinco anos sobre o início da pandemia, que esteve na origem dos desequilíbrios e desafios que a economia internacional tem vindo a enfrentar desde então, a sensação (ou pelo menos a esperança) é a de que em 2025 se poderá assistir a um regresso a uma certa normalidade no comportamento do ciclo económico global. Normalidade entendida como a eliminação do desfasamento entre a oferta e a procura que se verificou durante grande parte dos últimos cinco anos, o que permitirá o regresso da inflação a uma zona próxima dos objetivos dos bancos centrais e, conseqüentemente, a aceleração do processo de redução

das taxas de juro para a zona neutra (2% na Zona Euro e 3% nos EUA). Juntando a isto um mercado petrolífero que, para além da volatilidade que a geopolítica continuará a transmitir, parece ter um preço de equilíbrio na casa dos 70-80 dólares, teríamos uma boa base de apoio para a consolidação do cenário de uma aterragem suave da economia mundial.

### Crescimento do PIB

Varição homóloga (%)



Fonte: BPI Research.

3%, com a maioria dos mercados de trabalho ainda a gerar emprego. A vertente menos positiva do cenário macroeconómico é que as divergências podem enraizar-se, tanto setoriais (setor dos serviços melhor do que a indústria) como entre zonas económicas (EUA melhor do que a Zona Euro e a China) ou regiões (Alemanha concentrando os problemas da Europa).

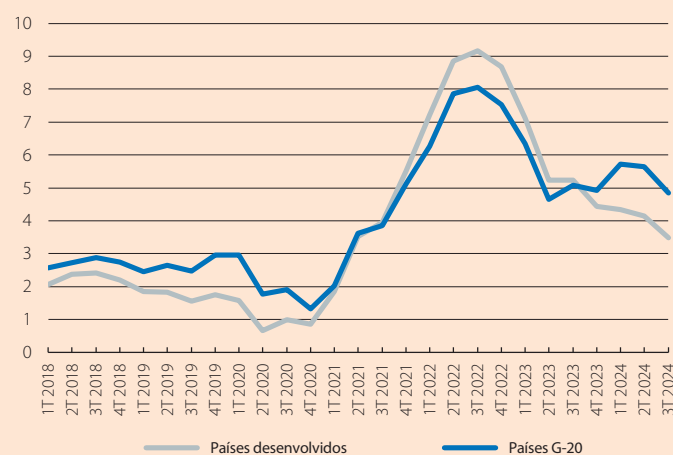
Agora que o nevoeiro que a inflação tem lançado sobre o ciclo económico se dissipou, os velhos problemas herdados da grande crise financeira, como o baixo crescimento potencial, os elevados níveis de dívida pública mundial (mais de 100 biliões de dólares) e o fraco desempenho da produtividade, especialmente na Europa, são novamente visíveis na imagem das perspetivas económicas. A dimensão dos desafios estruturais é ainda maior se considerarmos que terão de ser enfrentados num ambiente sujeito a elevada incerteza, tanto devido ao aumento tendencial do risco geopolítico como aos efeitos do processo de transformação das relações comerciais globais, com as cadeias de fornecimentos a tornarem-se mais regionalizadas e o mundo novamente dividido em blocos.

Assim sendo, a política económica terá de enfrentar estes desafios a médio e longo prazo com pouca liberdade do lado orçamental, assimilando plenamente as políticas não convencionais seguidas pelos bancos centrais e conferindo um papel renovado à política industrial. Ao mesmo tempo, ainda temos mais perguntas do que respostas sobre o que aconteceu nos últimos quatro anos em domínios como o comportamento das expectativas de inflação, a relação entre emprego e preços (inclinação da curva de Phillips) ou a distribuição dos choques de oferta entre salários e margens. Esta situação dificultará a antecipação da estabilização das taxas de juro reais ou da manutenção da assimetria da inflação em relação ao objetivo. Será, portanto, necessário algum tempo para digerir as mudanças dos últimos anos, mas, tal como o FMI acaba de refletir na sua

Por conseguinte, parece que os desequilíbrios monetários causados pela acumulação de choques de natureza muito diferente nos últimos anos estão perto de ser corrigidos, assim que o processo inflacionista surpreendentemente forte que se seguiu à pandemia tiver sido controlado. O FMI prevê que a inflação mundial possa descer para 3,5% até ao final de 2025 (9,4% em 2022), um pouco abaixo da média de 2000-2020 (3,6%). Mais importante ainda, o regresso da estabilidade dos preços está a ser conseguido sem que se tenha de pagar um custo excessivo em termos de emprego e de atividade, uma vez que o ciclo económico global resistente deverá manter uma velocidade de cruzeiro ligeiramente acima da zona dos

### Economia mundial: inflação global

Varição homóloga (%)



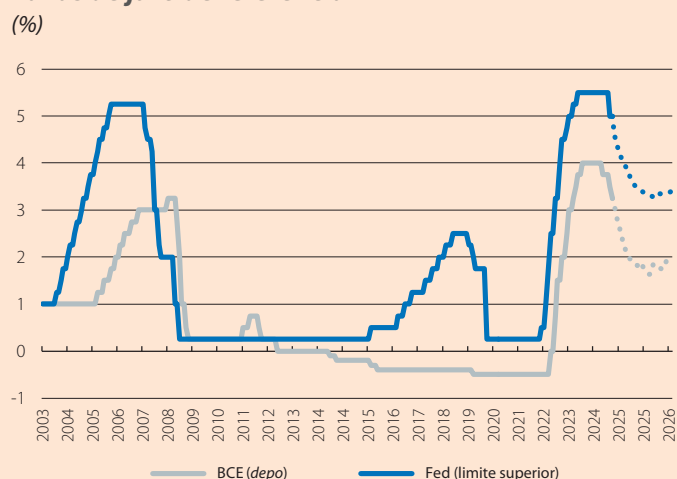
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

reunião de outono, a política económica terá de se articular em três vertentes: a política monetária passa de uma posição restritiva para uma posição neutra (boas notícias para os mercados emergentes), a política orçamental procura estabilizar a dinâmica da dívida (particularmente difícil nos EUA e na China) e as políticas do lado da oferta voltam a ganhar relevo para melhorar a capacidade de crescimento potencial. Tal permitiria evitar cair na «armadilha da tecnologia intermédia» ou regressar ao risco de «estagnação secular», em que o baixo investimento público e privado, juntamente com tendências demográficas adversas, conduzem a uma situação de baixo dinamismo industrial, baixa inovação e baixo crescimento da produtividade.

Neste contexto económico e político difícil, o catálogo de riscos é bem conhecido de todos: intensificação das disputas aduaneiras; o risco geopolítico aumentou, com especial incidência no Médio Oriente e na Ucrânia, afetando os preços das matérias-primas; problemas na última milha da inflação; aumento da instabilidade financeira. Com a sensação de que a Europa e a China se encontram numa encruzilhada para os seus modelos de crescimento, como o plano Draghi ou as recentes medidas de política económica anunciadas pelo governo chinês acabam de demonstrar. A vulnerabilidade continua a ser muito importante no caso do país asiático, uma vez que aos problemas do setor imobiliário e à inércia de uma demografia desfavorável se juntam a sobreprodução e a falta de confiança da população na tomada de decisões de consumo, num contexto global que não está disposto a continuar a absorver todo o excedente de produção da China. É provável que, a médio prazo, o crescimento potencial se aproxime mais de 3%-3,5% do que do objetivo oficial de 5%. Enquanto isso, na Europa, a fraqueza da Alemanha é um verdadeiro reflexo dos desafios que a região enfrenta, perfeitamente descritos no relatório Draghi: a necessidade de aumentar o crescimento potencial através da inovação, da produtividade e do investimento público e privado, como única forma de manter (e pagar) o modelo europeu. A proposta soa bem, apresentando uma agenda ambiciosa de medidas de mudança, mas terá de navegar tanto a relutância dos suspeitos do costume como a governação e os equilíbrios políticos manifestamente improváveis da nova Comissão Europeia.

Em suma, 2025 será um ano em busca de uma nova normalidade, ameaçada pela divisão entre blocos económicos. A esperança é que, em economia, frequentemente, o que se vê é tão importante como o que não se vê e, mais cedo ou mais tarde, os potenciais benefícios da inteligência artificial e de todo o tipo de inovações que já estão em cima da mesa deverão emergir. No entanto, o ideal seria restabelecer a cooperação multilateral para enfrentar os novos desafios e mutualizar os riscos em conjunto. O que parece mais um desejo do que uma realidade.

### Taxas de juro de referência



*Nota:* As projeções futuras correspondem aos forwards do mercado no final de outubro de 2024.

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

## Política monetária 2025: tempo de flexibilização

Tendo em conta que a desinflação está bem encaminhada e que há alguns sinais de abrandamento da atividade e de arrefecimento do mercado de trabalho, a política monetária está a transitar para uma fase de flexibilização: de restritiva a neutra. Tanto o BCE como a Fed, bem como outros grandes bancos centrais, iniciaram esta flexibilização com cortes nas taxas de juro, e espera-se que continuem a fazê-lo em 2025. Posteriormente, procuraremos clarificar os fatores que orientarão esta nova fase da política monetária.

### A trajetória para taxas de juro neutras...

A Fed e o BCE têm defendido uma abordagem gradual. Muito embora o BCE tenha reduzido a taxa de *depo* do pico de 4,00% para 3,25% e a Fed tenha colocado os *fed funds* no intervalo de 4,50%-4,75% (vs. pico de 5,25%-5,50%), estes níveis continuam a ser restritivos e a expectativa é que, num cenário de aterragem suave, os cortes nas taxas continuem progressivamente em 2025.<sup>1</sup> No entanto, a questão que se coloca é: até que nível é que as taxas vão descer? Com que rapidez o vão fazer? Como é que se transmitem à economia?

O objetivo dos bancos centrais para 2025 é colocar as taxas de juro a um nível que não estimule nem arrefeça a economia, mas que a equilibre com o seu potencial. O conceito de taxa de juro de equilíbrio, também designado por taxa de juro natural ou neutra, é um conceito não observável e incerto que orienta a conceção da política monetária. Existem várias formas de inferir este facto, e duas alternativas bem conhecidas são as que apresentamos para a Fed e o BCE no primeiro gráfico: uma baseada em modelos macroeconómicos e a outra baseada em cotações do mercado financeiro. Estas duas opções colocam a taxa de juro de equilíbrio nos EUA no intervalo de 2,75%-3,25% e na Zona Euro no intervalo de 1,50%-2,50%.

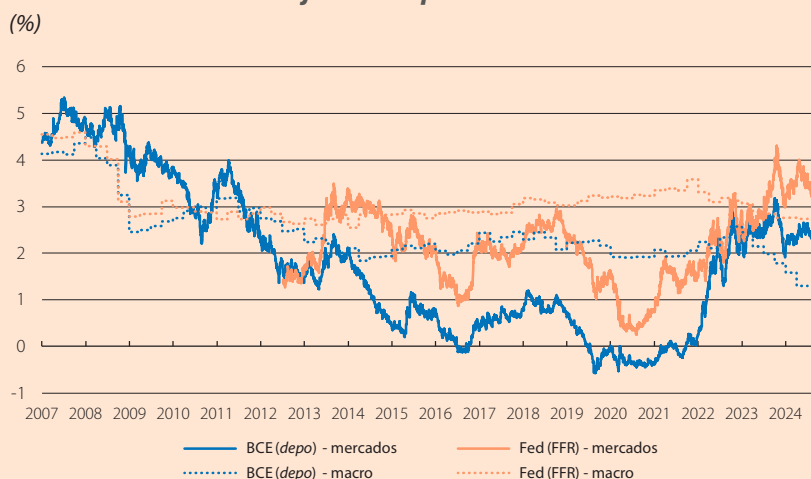
O ritmo a que a Reserva Federal, o BCE e os restantes bancos centrais em processo de flexibilização monetária farão baixar as suas taxas para níveis neutros dependerá da rapidez ou lentidão com que o cenário de aterragem suave das suas economias se concretizar. O BCE poderá atingir a zona neutra na Zona Euro já em 2025, dada a combinação de um fraco crescimento do agregado da região e a expectativa de que a inflação se consolide no objetivo de 2% nos próximos trimestres (perspetiva reforçada pelo abrandamento dos salários e das margens das empresas).<sup>2</sup> Nos Estados Unidos, o nosso cenário é também o de que a Fed atinja níveis neutros ao longo de 2025, para evitar um arrefecimento abrupto do mercado de trabalho face a uma desinflação que, com nuances relativamente à Europa, parece estar razoavelmente no bom caminho.

Neste cenário de aterragem suave, a flexibilização monetária aliviará parte do peso da economia em 2025. De facto, conforme se pode ver no segundo gráfico, as condições financeiras já têm vindo a afrouxar em resultado das reduções das taxas de juro (tanto implementadas como antecipadas). Habitualmente, o impacto da flexibilização monetária na economia é gradual e o seu efeito máximo demora algum tempo a chegar (Romer e Romer [2023]<sup>3</sup> situam o impacto máximo no PIB em nove trimestres), pelo que, em 2025, é de esperar que o seu impacto seja moderado. No entanto, as estimativas sugerem também que os primeiros efeitos positivos se fazem sentir rapidamente: com dados muito pormenorizados sobre a economia espanhola, Buda *et al.* (2023)<sup>4</sup> concluem que as alterações nas taxas de juro têm um impacto significativo no consumo em menos de uma semana, nas vendas das empresas em cerca de um mês e no emprego em cerca de dois meses.

### ... e riscos

A última questão é saber quais os riscos que os bancos centrais enfrentarão na nova fase monetária. A primeira coisa que têm de calibrar é a velocidade de descida. Por um lado, uma redução demasiado cautelosa das taxas pode arrefecer a economia mais do que

### Estimativas da taxa de juro de equilíbrio



**Nota:** As estimativas «de mercado» correspondem a forwards sobre as taxas de juro de referência num horizonte de 5 anos. As estimativas «macro» correspondem à taxa de juro natural estimada por Holston *et al.* (2023), «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», mais 2% de inflação.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e da Fed de Nova Iorque.

1. Estes cortes coexistirão com uma redução dos balanços. Ver Focus «Balanços: a normalização não tão visível da política monetária», no mesmo relatório.

2. Uma recuperação cíclica da produtividade (por exemplo, se a chamada *labour hoarding* ou acumulação prudencial de mão de obra for desfeita) reforçaria ainda mais a descida da inflação.

3. Romer, C. D. e Romer, D. H. (2023). «Does Monetary Policy Matter? The Narrative Approach after 35 Years» (n.º w31170). National Bureau of Economic Research.

4. Buda, G., Carvalho, V., Corsetti, G. *et al.* (2023), «Short and Variable Lags», CEPR Discussion Paper n.º 18022.

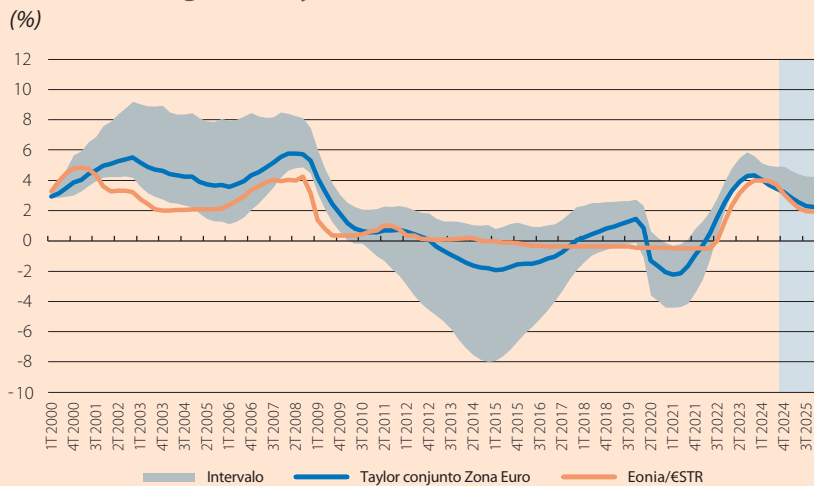


o desejado, arriscando um regresso à fraca inflação da década anterior. No entanto, uma redução demasiado rápida pode comprometer a conquista final na luta contra a inflação: os bancos centrais estão a percorrer a última milha da desinflação, mas ainda não chegaram à meta. Segundo os últimos dados disponíveis, o BCE enfrenta mais o primeiro risco, com uma perda de dinamismo já visível nos indicadores de atividade, e a Fed o segundo, com a economia ainda a crescer acima do potencial e a inflação ainda a dar alguns sinais de resistência. Em qualquer dos casos, a calibração da flexibilização monetária deparar-se-á com um terceiro ingrediente: as taxas de juro influenciam os preços dos ativos financeiros e alterações drásticas podem gerar correções abruptas e desencadear turbulências financeiras, como já aconteceu durante o período de subida das taxas.<sup>5</sup>

A ameaça de novos choques que afetem o cenário também deve ser tida em conta. Todavia, a alteração das perspetivas da política monetária face a um novo choque, especialmente se do lado da oferta, deve ser atenuada pelo facto de as economias atuais terem como ponto de partida condições financeiras restritivas e uma procura em arrefecimento, algo radicalmente diferente de 2022.

Cada banco central terá de calibrar os riscos idiossincráticos na sua região. Para o BCE, o desafio consiste em gerir a disparidade da Zona Euro, onde o crescimento sólido das economias periféricas, como a Espanha (que deverá ser a economia avançada com o crescimento mais forte em 2024), contrasta com a fragilidade da Alemanha (a única grande economia avançada que não está a crescer em 2023-2024). Tal desafio significa que a política monetária ideal é diferente para cada país e que países diferentes exigem níveis diferentes de taxas de juro. Uma forma de exemplificar este facto é através da regra de Taylor,<sup>6</sup> um guia que mostra como, historicamente, alguns países da Zona Euro teriam necessitado de taxas de juro mais elevadas do que as fixadas pelo BCE, enquanto outros países, com uma posição cíclica mais frágil, teriam necessitado de taxas mais baixas. Conforme se pode observar no último gráfico, o intervalo de taxas indicado pela regra de Taylor sugere que o desafio ainda está presente mas, de momento, a disparidade é menor do que no passado.<sup>7</sup>

**Zona Euro: Regra de Taylor e taxa do BCE**



**Notas:** Taxa €STR em 2025 com base no mercado implícito. O intervalo corresponde à taxa mínima e máxima entre a prescrição da regra de Taylor para a Alemanha, Espanha, França e Itália. A regra de Taylor usada é:

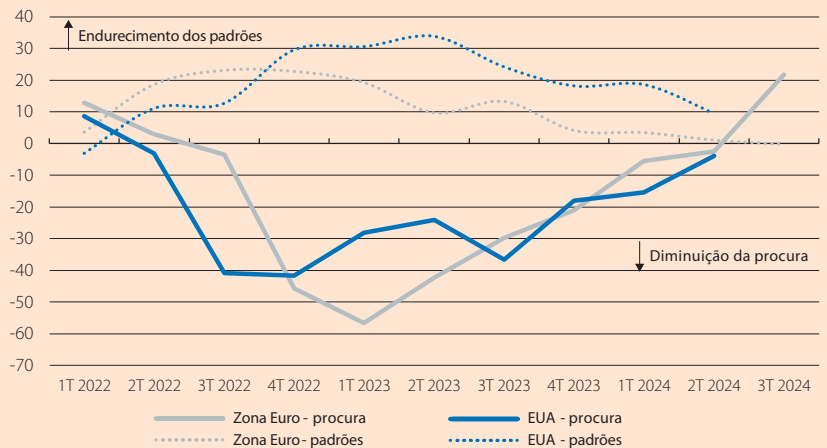
$$i_t = p_{i,t-1} + (1 - p)[r^* + 2 + 1,5(\pi_t - 2) + \tilde{y}]$$

em que  $\tilde{y}$  é o output gap (PIB observado em relação ao potencial) e  $r^*$  é a taxa de juro natural.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do BCE, da Comissão Europeia, do Eurostat, do New York Fed e da Bloomberg.

**Evolução das condições financeiras**

Balanco das entidades (%)



**Notas:** Balanço líquido das instituições que tornaram os critérios de concessão de crédito mais restritivos (+) ou menos restritivos (-), ou das instituições que registaram um aumento (+) ou uma diminuição (-) da procura de empréstimos. Os índices refletem a média ponderada dos empréstimos às sociedades não financeiras, das aquisições de habitação e do consumo das famílias.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do BCE (Bank Lending Survey) e da Reserva Federal (SLOOS).

Em suma, 2025 parece ser mais um ano em que a política monetária desempenhará um papel preponderante na situação da economia e dos mercados financeiros.

5. Com o colapso do Silicon Valley Bank em 2022 e as graves dificuldades do NYCB em 2023.

6. Esta regra estabelece uma taxa de juro nominal a fixar tendo em conta a inflação, a taxa de juro neutra e o output gap.

7. A disparidade das taxas de inflação é menor do que nos últimos anos e, além disso, todas as economias estão a sair de uma fraqueza generalizada desde 2020.

## Perspetivas para a economia portuguesa em 2025: reforço do crescimento

Depois de dois anos muito marcados pelas consequências da invasão da Ucrânia pela Rússia – crise energética, inflação, aperto monetário – o horizonte em 2025 parece menos carregado. Na verdade, o panorama à data em que escrevemos é composto por um grande número de bancos centrais a encetarem uma inversão de ciclo e começarem a cortar taxas de juro de referência.

### O ponto de partida

2024 arrancou com um robusto crescimento do PIB (0,6% trimestral no 1T 2024), que passou pela primeira vez os 60 mil milhões de euros a preços constantes, apoiado no bom desempenho da procura externa. Já no 2T e no 3T o desempenho foi mais modesto (0,2% em ambos). Este desempenho entronca na narrativa de que a trajetória do crescimento homólogo será de «menos para mais», com uma primeira parte do ano ainda marcada pelo impacto acumulado da subida de juros, inflação e alguma incerteza política com eleições antecipadas, em março crescimento homólogo de 1,4% no 1T24. Para o 4T? esperamos uma melhoria que permita fechar com um crescimento médio de 1,7%.

Em paralelo registámos boas notícias no mercado de trabalho e nos preços. A taxa de desemprego situa-se em níveis perto dos mínimos e apesar da inflação média no final deste ano ainda ficar acima do objetivo, o surto inflacionista foi-se dissipando gradualmente e chegámos mesmo a registar taxa homóloga abaixo dos 2% em agosto. Estes dois fatores contribuíram para a recuperação do rendimento real das famílias e suportaram a resiliência do mercado imobiliário.

É neste contexto mais positivo,<sup>1</sup> embora toldado pelos riscos geopolíticos, que efetuamos o habitual exercício de perspetivar os *drivers* do desempenho económico português em 2025.

### Perspetivas para 2025

Antecipamos aceleração da atividade que se traduzirá num crescimento anual de 2,3%. Os principais fatores justificativos desta previsão estão elencados graficamente, destacando-se os contributos que poderão vir da canalização de poupanças das famílias para consumo, da descida das taxas de juro e da receção e execução dos fundos europeus.

Nas novas séries das contas nacionais, a poupança e o rendimento disponível bruto das famílias foram revistos em alta, elevando a taxa de poupança para 9,8%.<sup>2</sup> Num cenário em que o mercado de trabalho continua forte – o emprego crescerá 1,3% e a taxa de desemprego diminuirá para 6,4% – e em que haverá recuperação de rendimento pelas famílias, é plausível admitir maior propensão das famílias para consumir. Assim, estimamos redução de 1 p. p. da taxa de poupança – passando do nível esperado para 2024 de 9,7% para 8,7% em 2025 – com impacto positivo no crescimento de 0,4 p. p.

O segundo fator a influenciar a aceleração da atividade será a política monetária do BCE. Este começou a reduzir taxas em junho de 2024, prevendo-se que perante uma economia europeia fragilizada e gradual desaceleração da inflação, reduza as taxas de juro em 100 p. b. em 2024 e mais 100 p. b. ao longo de 2025. Antecipamos, assim, que a média anual da Euribor a 6 meses – principal indexante no mercado português – reduza para 2% (3,5% em 2024), retirando pressão sobre os encargos financeiros das famílias e empresas, libertando fundos para consumo e investimento. Estimamos que este movimento se traduza num contributo positivo para o crescimento de 0,4 p. p.

O terceiro propulsor do crescimento será a aceleração na execução dos fundos europeus. O nível de execução do PRR tem vindo a recuperar, mas ainda é reduzido.<sup>3</sup> Todavia, têm vindo a ser adotadas medidas que visam a sua aceleração, e, tendo presente que 2025 será o penúltimo ano do NGEU, o OGE 2025 prevê um incremento das despesas de capital relacionadas com o PRR de 0,9 p. p.

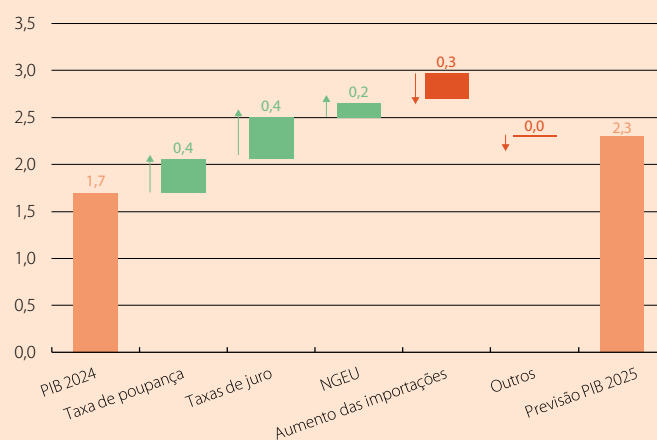
1. O BPI Research tal como o Banco de Portugal (Boletim Económico de outubro 2024) e o Governo (OGE 2025), por exemplo, preveem um crescimento em 2025 superior ao deste ano (e acima dos 2%).

2. A média histórica da taxa de poupança é de 9,4% e a média nos últimos cinco anos antes da pandemia foi de 6,8%.

3. Até 16 de outubro, a taxa de pagamento face aos montantes aprovados era de 27%.

### PIB 2025: contribuição dos vários fatores no crescimento do PIB

(p. p.)



Fonte: BPI Research.

no PIB face a 2024. Estimamos que tal se reflita positivamente no crescimento (+0,2 p. p.). Mas dado o elevado conteúdo importado da procura em Portugal,<sup>4</sup> admitimos que o incremento do investimento, juntamente com a robustez do consumo, incrementará as importações, retirando cerca de 0,3 p. p. ao PIB em 2025.

No setor turístico estimamos incremento de 4% no número de hóspedes. A perceção de Portugal como um país seguro e afastado das zonas de conflito, a recuperação do rendimento disponível das famílias no mercado interno (e principais mercados emissores) bem como o aumento da oferta hoteleira contribuirão para isto. Não obstante, o contributo para o crescimento deverá ser sensivelmente o mesmo daquele de 2024, não constituindo um propulsor adicional do crescimento em 2025.

Estamos confiantes de que estes serão os propulsores do crescimento em 2025, mas mais uma vez, será um ano rodeado de riscos, sobretudo externos, destacando-se a possibilidade de agravamento do conflito no médio oriente, cuja materialização poder-se-á traduzir no aumento do preço de importantes matérias-primas, atrasando o processo desinflationista e colocando um travão ao relaxamento da política monetária. Um eventual agravamento do protecionismo global na sequência das eleições nos EUA seria também penalizador para Portugal, na medida em que somos uma pequena economia significativamente aberta. Mas nem todos os riscos são negativos e, se as questões geopolíticas não se agravarem, a desinflação poderá acelerar, com impacto positivo na atividade produtiva por via de maior procura interna e externa.

Teresa Gil Pinheiro  
Tiago Belejo Correia

### Cenário macroeconómico

	2023	2024F	2025F
Δ PIB (%)	2,5	1,7	2,3
Consumo privado	2,0	2,2	1,7
Consumo público	0,6	1,0	0,8
FBCF	3,6	1,3	5,7
Exportações	3,5	4,2	5,0
Importações	1,7	4,6	5,0
Inflação global (%)	4,3	2,4	2,1
Taxa de desemprego (%)	6,5	6,5	6,4

Fonte: BPI Research.

4. Ver artigo «O conteúdo importado da procura final em Portugal: evolução nominal e real», Revista de Estudos Económicos - Vol 5, N.3, BdP.

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (UEEF), 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., 2024

© CaixaBank, S.A., 2024

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





