

# IIM12

INFORMAÇÃO MENSAL  
DEZEMBRO 2024



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

MERCADOS FINANCEIROS  
*O BCE face às repercussões do Trump trade*

*Tenha cuidado com o que deseja (e com a economia do seu vizinho): Trump e o dólar*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Exposição da economia da China a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA*

*Exposição da economia europeia a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*Irá a política protecionista dos EUA afetar significativamente Portugal?*

*Oferta de habitação nova em Portugal*

*Empresas portuguesas: desempenho e evolução do endividamento*

## DOSSIER: A EVOLUÇÃO DA DESIGUALDADE E DA CLASSE MÉDIA

---

*Como é que a desigualdade é definida e medida?*

*Desigualdade: máximos e mínimos*

*Desigualdade em Portugal um caminho ainda com escolhos*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Dezembro 2024

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

### BPI Research (DF-EEF)

[www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt) /  
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>  
[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:  
5 de dezembro de 2024

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 PONTOS CHAVE DO MÊS

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O BCE face às repercussões do Trump trade*

11 *Tenha cuidado com o que deseja (e com a economia do seu vizinho): Trump e o dólar*

### 14 ECONOMIA INTERNACIONAL

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

19 *Exposição da economia europeia a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA*

### 24 ECONOMIA PORTUGUESA

26 *Irá a política protecionista dos EUA afetar significativamente Portugal?*

28 *Oferta de habitação nova em Portugal*

30 *Empresas portuguesas: desempenho e evolução do endividamento*

### 33 ECONOMIA ESPANHOLA

35 *Impacto económico das inundações na província de Valência*

38 *A importância do intercâmbio de bens entre Espanha e os EUA*

41 *Impacto do aumento dos direitos aduaneiros nas exportações espanholas para os EUA: quais são os setores que poderão ser mais afetados?*

### 44 DOSSIER: A EVOLUÇÃO DA DESIGUALDADE E DA CLASSE MÉDIA

44 *Como é que a desigualdade é definida e medida?*

46 *Desigualdade: máximos e mínimos*

48 *Desigualdade em Portugal um caminho ainda com escolhos*

## Não há tempo para inação

Com os holofotes da comunicação social global a tentarem esclarecer os efeitos das primeiras nomeações e anúncios da administração Trump, a realidade é que ainda é muito cedo para antecipar qualquer orientação de política económica, para além do que os mercados financeiros já estão a descontar com a valorização do dólar, as revalorizações das ações e a revisão em alta das expectativas para as taxas de juro. O veredicto é que nos EUA vamos ter mais crescimento nominal no curto prazo, o difícil é antecipar como será distribuído entre atividade e inflação, algo que dependerá de uma abordagem cirúrgica nas subidas de tarifas para limitar os danos nas cadeias de valor, do grau em que as políticas de imigração afetam a oferta de trabalho e da forma como é implementado o programa fiscal expansionista que já está na calha.

Por conseguinte, o leque de efeitos sobre a economia mundial permanece muito aberto, pois estará também ligado às respostas dos outros atores envolvidos (a China já anunciou restrições às exportações de metais e minerais), à capacidade de países terceiros desviarem o comércio através de nações conectoras e à margem de manobra negocial de cada país. Estar consciente de que, em 2025, o maior risco para os cenários centrais de uma aterragem ordenada é o de novos efeitos negativos sobre a oferta, seja devido a guerras tarifárias ou a distorções nos cenários energéticos, num ambiente financeiro caracterizado por uma certa complacência no comportamento dos mercados.

Centrando-nos na zona euro, o canal comercial será o principal canal de potencial impacto da nova agenda económica da administração norte-americana, uma vez que a procura externa será penalizada pelo provável aumento das tarifas, um efeito que poderá ser parcialmente atenuado pela apreciação do dólar, à custa de um aumento da inflação causado pelo aumento dos preços das importações e por uma possível resposta tarifária da UE. Em segundo lugar, uma Fed menos acomodatória face ao aumento das expectativas de inflação poderia tornar as condições financeiras mundiais mais restritivas e, por conseguinte, também as europeias. E, em terceiro lugar, o aumento da incerteza causado pelas disputas tarifárias pode condicionar o sentimento dos investidores e o apetite pelo risco e acabar por deprimir a atividade económica. Tudo isto parte do pressuposto de que a União Europeia é muito sensível a alterações nas regras do jogo na sua relação com os EUA, tendo em conta que a economia americana é o destino de 20% das suas exportações de bens e serviços e que 3,4% do VAB da região está ligado à procura americana, com uma exposição significativa em sectores como o farmacêutico (22%), o químico (10%) e o de maquinaria (8%). Assim, um aumento generalizado das tarifas nos EUA para 10% teria um impacto significativo em relação aos atuais níveis baixos (tarifa média de apenas 2%).

Neste contexto, a Europa não se encontra nas melhores condições para enfrentar os novos desafios da relação transatlântica (tarifas, Ucrânia, política de defesa/NATO), tendo em conta as fracas perspetivas de crescimento para o próximo ano (com a Alemanha ainda muito débil), a elevada dependência do modelo de crescimento do sector externo (um elemento penalizador neste momento), a fragilidade orçamental de França e de Itália e a fraqueza da nova Comissão Europeia (41% de votos contra no Parlamento Europeu). Se a tudo isto juntarmos a instabilidade política em França e na Alemanha que, a curto prazo, minimizará a tração da principal espinha dorsal da região, o ponto de partida para o próximo ano é desafiante. Pela positiva, de momento, o risco de «italianização» (sem a «finezza» transalpina) da esfera política francesa apenas se traduziu num realinhamento ordenado dos prémios de risco na zona euro, uma vez que o mercado se limitou a avaliar a óbvia deterioração orçamental francesa (algo que já estava em cima da mesa há algum tempo), mas sem penalizar os restantes países periféricos. Isto reflete também o potencial dissuasor da rede de instrumentos concebidos na última década para fazer face a crises idiossincráticas na zona euro (ESM, TPI, etc.). Embora já saibamos, por experiência própria, que estar no radar de risco dos mercados financeiros não é a melhor receita em tempos de turbulência.

Em suma, estamos a entrar num novo ano de fortes emoções económicas, o que faz com que seja aconselhável aproveitar a pausa do Natal para ganhar fôlego. É uma boa altura para desejar aos leitores as maiores felicidades para 2025.

José Ramón Díez  
Dezembro, 2024

## Cronologia

### NOVEMBRO 2024

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

### SETEMBRO 2024

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

### 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.

### 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 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%.

## Agenda

### 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: distribuição 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).

### JANEIRO 2025

- 2** Portugal: dívida pública (novembro).
- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).
- 7** Zona Euro: IPC (dezembro).  
Portugal: crédito de nova concessão (novembro).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (dezembro).
- 9** Espanha: contas financeiras (3T).
- 10** Portugal: PIB (3T).
- 17** Portugal: balança de pagamentos (novembro).  
China: PIB (4T).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).  
Portugal: dívida do setor não financeiro (novembro).
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (4T).
- 28-29** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 29** Espanha: estimativa rápida do PIB (4T).
- 30** Espanha: estimativa rápida do IPC (janeiro).  
Portugal: execução orçamental (dezembro).  
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.  
Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).  
EUA : PIB (4T e 2023).

## Leituras para todos os gostos

Caro leitor, nesta publicação, em vésperas de mais uma época festiva e de um Novo Ano, abordamos temas diversos, mas muito relevantes, para a compreensão da realidade económica portuguesa nos seus diversos ângulos. Numa perspetiva de longo prazo, poderíamos dizer que Portugal está menos desigual no que respeita à distribuição de rendimentos, e o risco de pobreza é menor, sendo que as transferências sociais desempenham uma função importante nesta tendência; as empresas estão mais robustas, menos endividadas e são mais rentáveis; por outro lado num contexto político que irá mudar a partir do próximo mês de janeiro, constatamos que Portugal tem vindo a reforçar as ligações económicas com os EUA, estando de alguma forma, mais vulnerável perante as alterações de política que se perspetivam. Finalmente, um olhar sobre o segmento do imobiliário, onde quantificamos a situação de falta de oferta, que de facto é uma das características do mercado e em simultâneo, é o fator que impede ou dificulta que um ajuste rápido nos preços possa ocorrer inesperadamente.

Para o primeiro tema, convidamos os leitores à análise do Dossier deste mês que versa sobre a questão da desigualdade de distribuição de rendimentos, iniciando por uma abordagem aos principais conceitos. De que rendimentos se fala, como se mede a desigualdade, que tipo de políticas públicas se podem implementar e que alavancas se podem utilizar para reduzir as desigualdades de rendimento, em função do momento da intervenção pública e do segmento de rendimento visado. Num segundo texto abordam-se a evolução da desigualdade de distribuição de rendimentos a nível mundial e detalha-se como efetivamente esta reduziu significativamente desde 1990, contrariamente a algumas perceções. Finalmente, num terceiro artigo analisamos com mais detalhe a situação de Portugal. Constatamos que somos um dos países mais desiguais na União Europeia embora no indicador de risco de pobreza nos encontremos melhor posicionados. Também verificamos que, tal como noutros países, a desigualdade de distribuição de rendimentos aumentou desde os anos da pandemia.

Nos temas de análise, específicos sobre Portugal, observamos como têm evoluído as relações económicas com os EUA, não só ao nível das trocas comerciais, mas também do investimento direto, turismo e aquisição de imobiliário. Constata-se que estas relações têm vindo a estreitar ao longo dos últimos anos, sendo os EUA, por exemplo, o 4º maior mercado emissor de turismo e representando 7% das exportações de bens. Este será um tema importante em 2025 e seguintes dado a intensificação das políticas protecionistas dos EUA em perspetiva.

Um segundo texto incide sobre o mercado de habitação residencial em Portugal e coloca números no tema da falta de oferta. Efetivamente, a atividade de construção de habitação residencial nova reduziu bastante ao longo das últimas décadas. Por exemplo, em 2003 construíram-se mais de 90 mil fogos e em 2023 apenas 23 mil; em 2003, estas representavam cerca de 70% das casas transacionadas e recentemente apenas 17%. Neste artigo analisamos o *gap* de oferta em termos regionais e verificamos que as novas licenças têm de facto vindo a aumentar, mas a um ritmo bastante moderado. Dado que o stock de imóveis por habitante é hoje superior ao passado, visto que não há suficientes casas em segunda mão no mercado e não se perspetiva que o problema de falta de oferta seja solucionado apenas por nova construção, tal significa que as soluções terão de ser diversas passando por exemplo, pela aceleração da reabilitação urbana, por medidas legislativas/fiscais sobre o arrendamento, quer com intervenção dos municípios, quer também com o recurso às cooperativas de habitação. Terminamos lembrando que além do impacto ao nível da contenção da dinâmica dos preços, estas medidas seriam importantes dado que o país apresenta métricas piores do que a média da UE ao nível da despesa do estado em desenvolvimento de habitações e da percentagem da população que vive em alojamentos em más condições.

Finalmente, no último tema de análise sobre a economia portuguesa, a propósito da divulgação das contas de 2023, debruçamo-nos sob a saúde financeira das empresas e a sua tendência na última década. E constatamos que as empresas estão mais robustas, com balanços mais saudáveis, menos endividadas e com maior rentabilidade. O que é uma ótima notícia do ponto de vista, por exemplo, da capacidade de investimento ou na perspetiva da criação de emprego futura. Empresas mais sólidas são uma parte essencial de uma economia robusta, importante face aos riscos que se avizinham no horizonte.

Em suma, leitura diversificada, ótima para o período de alguma calma que se avizinha. Resta-nos desejar Festas Felizes a todos os nossos leitores, em nome da equipa do BPI Research.

*Paula Gonçalves Carvalho*

*Dezembro 2024*



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	75
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,05	1,00
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	72,4	73,5

Previsões

Varição 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	6,3	3,6	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	5,3	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



## Dados e expetativas marcam o ritmo dos mercados

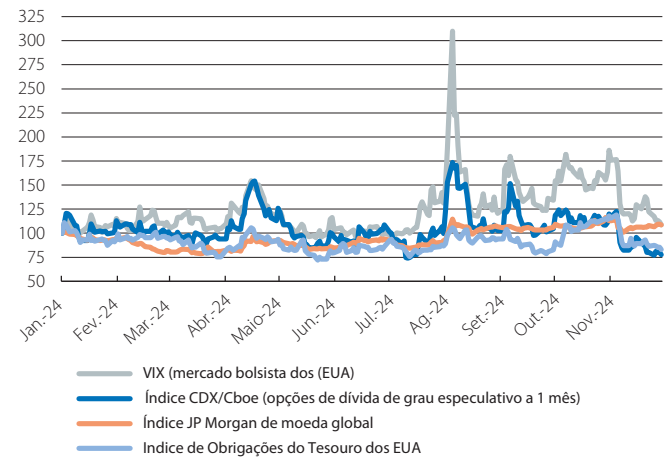
**Os investidores entre Trump e a fragilidade da Zona Euro.** Inicialmente, a reação do mercado à vitória de Trump e do Partido Republicano nas eleições norte-americanas esteve alinhada com as expetativas de que as suas políticas conduzirão a um aumento da inflação a médio prazo, bem como a um certo impulso no crescimento económico a curto prazo. Taxas de juro dos *treasuries* subiram ao longo de toda a curva, tal como a taxa de chegada prevista para a Fed neste ciclo de aperto; o mercado bolsista registou ganhos, em particular as empresas mais expostas ao mercado americano; e o dólar registou uma forte valorização face aos seus pares, nomeadamente face ao euro. Porém, esta reação corrigiu numa série de ativos à medida que o mês avançava e contrastou com a Zona Euro, cujos ativos financeiros foram um pouco afetados pelas notícias da eleição de Trump.

**A divergência entre as expetativas de política monetária da Fed e do BCE aumenta.** Para além da vitória de Trump, o dinamismo da economia norte-americana fez aumentar as expetativas da Fed para as taxas de juro nos próximos meses. Foi igualmente útil o facto de vários membros da Reserva Federal serem favoráveis ao escalonamento gradual na redução do ritmo de cortes e de o Presidente da Reserva Federal, Powell, ter reconhecido que não vê necessidade de acelerar a redução do ritmo de crescimento. Por conseguinte, embora os mercados continuem a descontar um corte de 25 p.b. nas taxas em dezembro, passaram a esperar taxas Fed ligeiramente mais altas (+20 p.b.). No contexto de fragilidade dos indicadores económicos e de relativa incerteza política nos principais países da Zona Euro, as previsões em relação ao BCE mantiveram-se mais estáveis, com a desinflação a prosseguir como previsto. Tudo isto reforçou a expetativa de uma nova redução da taxa de juro do BCE de 25 p.b. em dezembro (100% de probabilidade de acordo com os mercados).

**Taxas em queda nos dois lados do Atlântico.** Estas descidas nas *yields* das obrigações soberanas foram mais pronunciadas na Zona Euro, com as obrigações alemãs a caírem mais de 30 p.b. de forma bastante uniforme ao longo da curva. Salienta-se ainda a subida do prémio de risco francês (+10 p.b. e já consolidado acima do prémio espanhol) face às dificuldades do governo em aprovar cortes orçamentais para corrigir o défice. Em novembro, os prémios de risco de Espanha e de Portugal mantiveram-se relativamente estáveis e os de Itália diminuíram quase 10 p.b. No caso dos EUA, a recuperação inicial das taxas soberanas, na sequência da vitória eleitoral de Trump, deu lugar, na parte final do mês, a uma descidas *yields* dos *treasuries*, com um achatamento das inclinações (movimento que coincidiu com a proposta de nomeação do gestor de fundos Scott Bessent para Secretário do Tesouro).

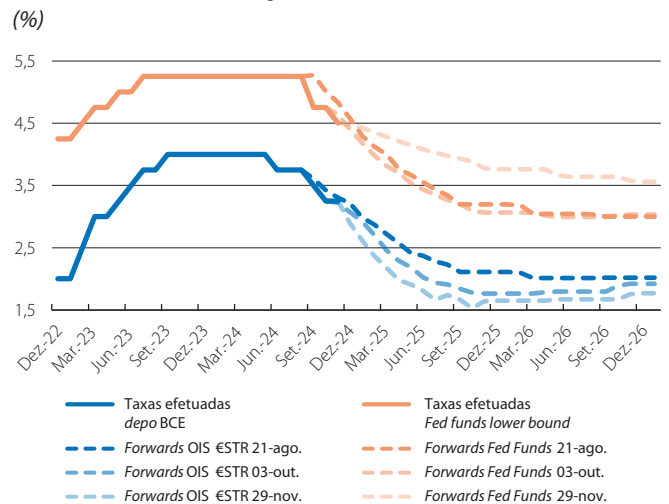
### Desempenho dos índices de volatilidade no mercado dos EUA, por ativo

Índice (100 = 29/12/2023)



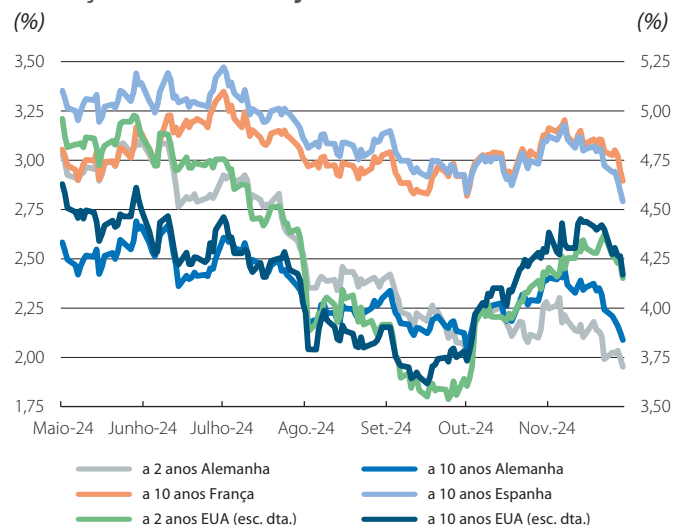
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Expetativas do mercado relativamente às taxas de intervenção



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

### Evolução das taxas de juro soberanas



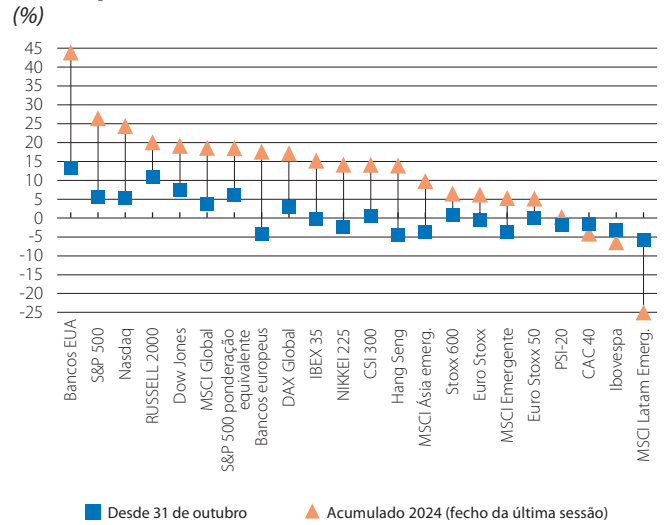
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Valorização nos mercados bolsistas.** Os ganhos nos índices bolsistas dos EUA, ajudados por taxas soberanas mais baixas e expectativas de cortes nos impostos e menos regulamentação por parte da nova administração Trump, com o S&P 500 e o Nasdaq a subirem mais de 5% para novos máximos, em contraste com os restantes mercados bolsistas mundiais. Os resultados das empresas de menor capitalização mais expostas ao mercado americano foram ainda melhores (Russell 2000 +11%) e, por setor, o setor bancário foi o que teve melhor desempenho (índice bancário KBW +12%). Esta situação contrasta com a do mercado bolsista europeu, onde os ganhos foram mais moderados e o desempenho por países foi variável. O DAX alemão subiu quase 5% para os seus máximos, impulsionado pelas empresas tecnológicas e outros exportadores não auto-móveis, enquanto o CAC francês e o MIB italiano se mantiveram ligeiramente negativos. Entretanto, o IBEX 35 subiu um pouco mais de 2%.

**A vitória de Trump impulsiona o dólar.** A taxa de câmbio nominal efetiva do dólar registou uma apreciação semelhante à da primeira eleição de Trump em 2016 (cerca de +3% desde a eleição). Situação semelhante ocorreu com o euro (-4% desde as eleições), que foi uma das moedas que mais se desvalorizou em relação ao dólar, afetada pela fraqueza dos últimos indicadores económicos e pelas ameaças tarifárias da nova administração EUA (ver a conjuntura económica internacional). A depreciação de outras moedas expostas aos direitos aduaneiros de Trump foi menor em novembro: o peso mexicano em mais de 1%, o yuan em cerca de 2% e o dólar canadiano em cerca de 1%. O real brasileiro também acumulou uma forte desvalorização em relação ao dólar (mais de 3% em novembro), devido às dúvidas dos investidores sobre a política orçamental. O iene japonês, pelo contrário, valorizou-se face ao dólar, devido ao aumento da confiança nas expectativas de subida das taxas do Banco do Japão.

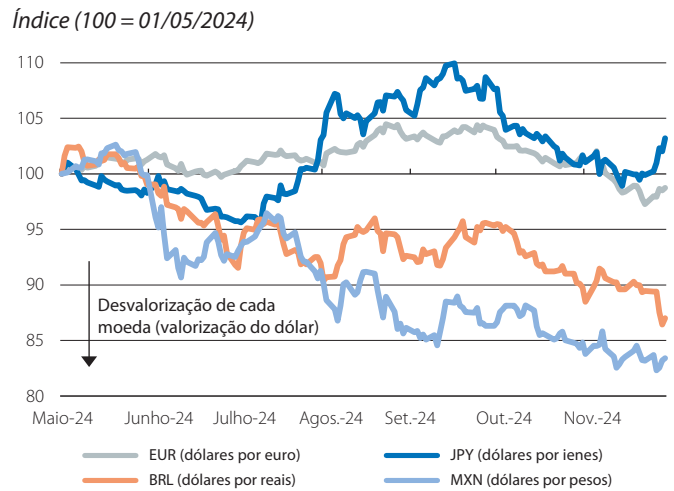
**Estabilidade relativa do petróleo e recuperação do gás natural na Europa.** A cotação do barril de petróleo Brent oscilou, em novembro, entre 71 e 76 dólares, num mercado marcado pela perspectiva de a OPEP+ prosseguir o seu plano de aumento da produção em 2025, apesar da prevalência de ris-cos assinaláveis. Paralelamente, um aumento das existências de crude nos EUA e um dólar forte em novembro contrariaram alguns sinais de recuperação da indústria chinesa. Relativamente ao gás natural, o preço TTF recuperou de cerca de 40 euros/MWh para perto de 50 euros/MWh (cerca de +15% e em máximos do ano), condicionado pela perspectiva de um inverno mais frio do que nos últimos anos (e que se traduziu numa redução um pouco mais precoce das reservas europeias, embora estas se mantenham em níveis historicamente elevados). Além disso, os preços do gás foram também afetados pelo facto de, em 1 de janeiro de 2025, expirar um acordo segundo o qual o gás russo continua a chegar à Europa através de um gasoduto que atravessa a Ucrânia.

**Desempenho de índices bolsistas**



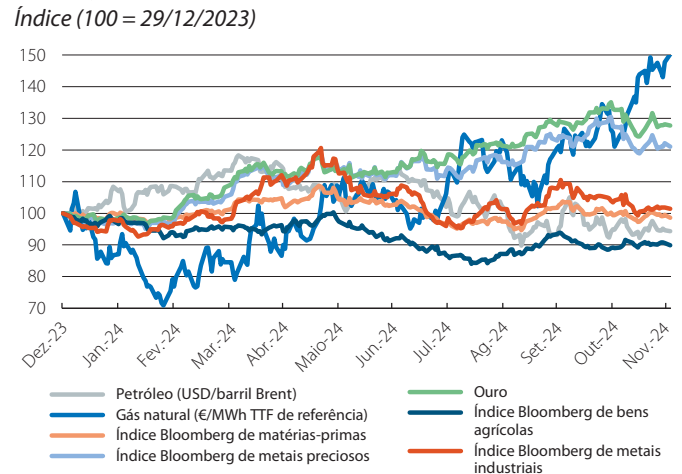
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar**



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

**Evolução das matérias-primas**



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

## O BCE face às repercussões do Trump trade

A vitória de Donald Trump nas eleições dos EUA abalou as expectativas dos mercados financeiros. Logo nas primeiras semanas do outono, a probabilidade de vitória cotada nas casas de apostas era acompanhada de subidas das taxas de juro, da expectativa de uma Fed menos acomodatória e de uma valorização do dólar. A esta dinâmica, também impulsionada por uma macroeconomia firme nos EUA, seguiu-se um rally do mercado bolsista após a confirmação da tripla vitória republicana em novembro (Casa Branca, Senado e Câmara dos Representantes). Em contrapartida, na Europa, os movimentos foram mais moderados e as expectativas em relação ao BCE mantiveram-se particularmente estáveis (ver o primeiro gráfico). Quer isto dizer que a mudança na administração dos EUA não afetará as perspetivas do BCE?

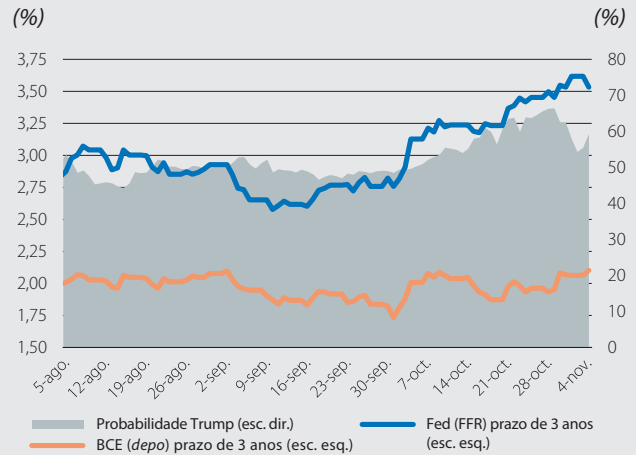
### Choque e mecanismos de transmissão

A agenda económica da nova administração Trump inclui uma política fiscal expansionista (através de cortes nos impostos), uma política de imigração restritiva e barreiras ao comércio internacional (com um aumento das tarifas). Três grandes pilares que, ao estimularem a procura e condicionarem a oferta num contexto de maturidade do ciclo económico, podem gerar uma inflação mais elevada nos EUA e, a curto prazo, estimular moderadamente a atividade interna. Todas estas consequências, em consonância com os movimentos de antecipação do mercado acima referidos, levaram a que a combinação de um dólar mais forte, taxas de juro mais elevadas e mercados bolsistas em alta fosse conhecida como *Trump trade*.

No que respeita à economia europeia, existem três canais principais através dos quais a agenda da nova administração pode acabar por ter impacto nas perspetivas económicas a curto e médio prazo. Primeiramente, os direitos aduaneiros encarecem as exportações da Europa para os EUA e reduziriam a procura externa da Zona Euro. A valorização do dólar poderá atenuar o impacto negativo na atividade europeia, mas à custa da importação de inflação que poderá acentuar-se em caso de guerra comercial e de retaliação tarifária por parte da Europa. Em segundo lugar, os *spillovers* de uma Fed menos acomodatória (combatendo a inflação) poderiam apertar as condições financeiras mundiais e, por conseguinte, também as europeias. Por fim, o aumento da incerteza pode condicionar o sentimento dos investidores e a sua apetência pelo risco e, em última análise, deprimir a atividade económica.

O impacto líquido destes três canais no desempenho do BCE é incerto: a Zona Euro poderá sofrer um pouco mais ou um pouco menos de inflação, dependendo da intensidade das políticas e da reação dos preços financeiros, bem como do arrefecimento da atividade europeia (e da sua repercussão nos preços). Há ainda outros fatores de

### EUA : expectativas de política monetária e eleições presidenciais \*

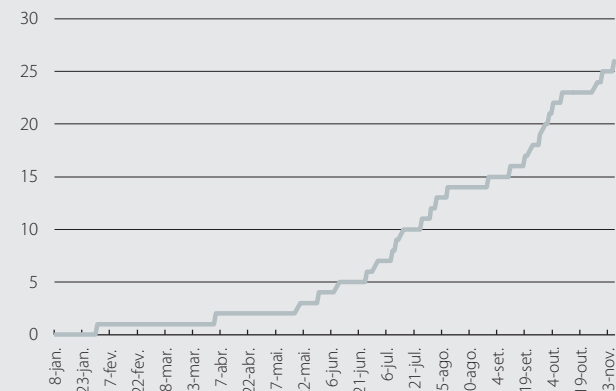


**Notas:** \* As expectativas de política monetária correspondem a forwards estimados sobre as curvas de taxas OIS dos EUA e da zona Euro com o modelo de Nelson-Siegel-Svensson. A probabilidade de vitória de Trump corresponde à probabilidade implícita nas probabilidades de acordo com o Polymarket.

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

### Sessões identificadas como Trump trade em 2024

Número (acumulado)



**Nota:** Uma sessão de mercado é uma Trump trade se cumprir quatro requisitos: taxas soberanas dos EUA sobem, o dólar valoriza-se, as bolsas americanas sobem e a probabilidade de vitória de Trump aumenta, segundo as casas de apostas.

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

incerteza, como a capacidade de moderação de um Congresso em que a maioria republicana é muito reduzida, ou a dúvida sobre se as ameaças tarifárias da administração Trump são incontestadas ou, talvez, um instrumento de negociações comerciais entre governos. Na expectativa de obter uma visibilidade suficiente sobre todos estes aspetos, podem ser recolhidas algumas pistas iniciais da avaliação da situação pelos mercados financeiros.

### O Trump Trade e as sensibilidades do mercado

Para entender a visão do cenário que os mercados financeiros estão a considerar, analisámos o comportamento conjunto das variáveis financeiras europeias e norte-americanas, mas apenas nas sessões de mercado dominadas

pela perspectiva eleitoral nos Estados : ou seja, focámo-nos apenas nas sessões *Trump trade* em que (i) a bolsa sobe (S&P 500), (ii) o dólar valoriza-se (em relação a um cabaz de moedas), (iii) o rendimento da dívida soberana dos EUA a 10 anos aumenta e (iv) a probabilidade de vitória de Trump sobe (segundo as cotações das casas de apostas).<sup>1</sup> Como mostra o segundo gráfico, estas sessões estão concentradas na segunda metade de 2024, especialmente entre setembro e outubro.

O exercício, resumido no terceiro gráfico, aponta que o *Trump trade* tem um efeito de arrastamento significativo sobre os mercados financeiros da Zona Euro, tanto em tipos soberanos de curto e longo prazo como nas expectativas de política monetária do BCE e as expectativas de inflação. Verifica-se, em todos os casos, um co-movimento positivo com os EUA (ou seja, mesmo que a magnitude do impacto da agenda da Administração Trump seja menor na Europa, de acordo com os mercados financeiros, a direção desse impacto seria a mesma nos EUA e na Europa). Não obstante, a maior pressão é exercida sobre as taxas soberanas, especialmente a longo prazo, enquanto os *spillovers* são claramente menores em termos de expectativas de inflação. O exercício sugere que, no que respeita às expectativas de política monetária, os mercados vêem um efeito de arrastamento relevante, mas intermédio.

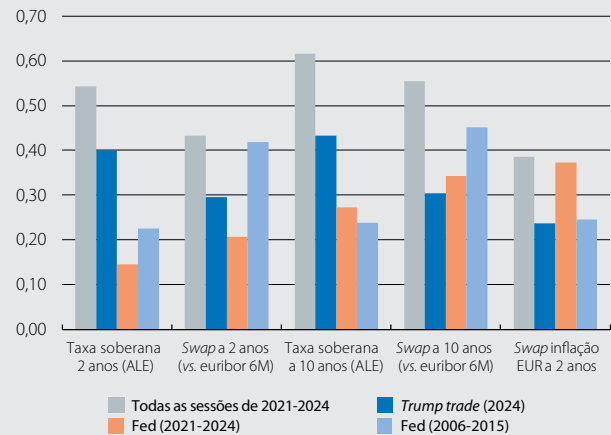
Para contextualizar estas sensibilidades do mercado em relação ao *Trump Trade*, podemos compará-las com outro acontecimento importante: as reuniões da Fed.<sup>2</sup> O terceiro gráfico mostra que a Fed também gera um importante efeito de repercussão nos mercados financeiros europeus.<sup>3</sup> É de salientar que a repercussão do *Trump trade* parece ser claramente superior ao da Fed em termos de taxas de juro soberanas, enquanto a Fed domina em termos de expectativas de inflação e ambos os fatores geram uma repercussão semelhante nas expectativas de política monetária.

Finalmente, é de notar que o movimento em dias dominados pela reunião da Fed ou pelo *Trump trade* é inferior ao movimento observado quando se consideram todas as sessões de mercado como um todo. Tal indica que, em tempos de Fed ou *Trump trade*, o *driver* idiossincrático dos EUA (com maior incidência nas finanças norte-americanas) domina em detrimento dos *drivers* globais (que afetam todas as economias de forma mais semelhante).

1. As situações em que a probabilidade de vitória diminui e a direção do mercado bolsista, da taxa de câmbio e das taxas soberanas se inverte em conformidade também fazem parte da análise.  
 2. Medimos o co-movimento das mesmas variáveis financeiras europeias com as suas congéneres dos EUA, analisando apenas as sessões de mercado em que se realiza uma reunião de política monetária da Fed.  
 3. Porém, como sugere a comparação entre a sensibilidade 2006-2015 e a sensibilidade 2021-2024, parece ter perdido algum fôlego nos últimos anos. A sensibilidade entre 2015 e 2019 também é menor, o que pode ser explicado pela dissociação entre uma subida das taxas por parte da Fed e um aprofundamento dos estímulos não convencionais por parte do BCE, com compras de ativos e taxas negativas.

**Spillovers dos EUA à Zona Euro**

Coefficiente de regressão \*



**Nota:** \* Coeficiente de regressão da variável europeia em relação à sua homóloga americana. Pode, por exemplo, ser interpretado como um aumento em p. p. da taxa soberana alemã a 2 anos face a um aumento de 1 p. p. da taxa soberana a 2 anos dos EUA.

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

Resumidamente, a vitória de Donald Trump e o controlo republicano do Senado e da Câmara dos Representantes facilitam a implementação de uma agenda económica que, nos EUA, pode acabar por gerar mais inflação e, talvez, alguma aceleração da atividade no curto prazo. Caso estas perspetivas se concretizem, a Fed poderá acabar por ser menos acomodatória do que o esperado, com repercussões para a Europa. A interpretação inicial dos mercados financeiros apontava para uma certa resistência do BCE e das condições financeiras da Zona Euro. Contudo, o cenário depende também do ponto de partida e da situação cíclica da Zona Euro. Neste sentido, a realidade mais imediata que os últimos dados da Zona Euro mostram é que a inflação está a cair e cada vez mais perto do objetivo, bem como um arrefecimento da atividade. Atendendo à sua estratégia oficial de «dependência dos dados», as próximas decisões do BCE estarão sujeitas aos sinais dos dados atuais, mas provavelmente também condicionadas pelas expectativas sobre a agenda económica dos EUA e as suas consequências para o futuro.



## Tenha cuidado com o que deseja (e com a economia do seu vizinho): Trump e o dólar

O triunfo inequívoco de Trump e a maioria republicana no Congresso conduziram a uma apreciação significativa do dólar em relação aos seus pares (taxa de câmbio efetiva nominal de 3%) e, em particular, face ao euro (4% acumulado entre 5 e 26 de novembro). A profundidade das políticas anunciadas durante a campanha influencia as perspectivas da taxa de câmbio euro-dólar, que analisamos neste artigo.

### Para já, o foco está na *soft landing* e na Fed...

Desde o final de setembro, o dólar tem vindo a valorizar-se em relação ao euro (mais de 6%), impulsionado pelo dinamismo da economia americana, excepcional entre as principais economias desenvolvidas do mundo, que contrasta com a fraqueza da Zona Euro. Nos países europeus, a crise da indústria transformadora nos países centrais não mostra sinais de inversão, num contexto de baixo crescimento da produtividade. Para além disso, a França enfrenta uma consolidação orçamental severa e a Alemanha enfrenta um intenso debate político sobre a conveniência de um maior investimento público. Consequentemente, as expectativas em relação às taxas de juro de ambos os lados do Atlântico divergiram.

### ... para além das políticas de valorização do dólar

Com a vitória de Trump, esta tendência de valorização do dólar foi prolongada, dado o carácter apreciador das suas políticas sobre a moeda (pelo menos, numa primeira aproximação estática, que não conta com eventuais reações dos parceiros comerciais, e a curto prazo). Em termos gerais, os canais do seu impacto no dólar seriam os seguintes:

1. O estabelecimento de um direito aduaneiro universal teria um efeito inflacionista na economia dos Estados Unidos, quer conduza a uma substituição das importações, quer simplesmente as torne mais caras. O aumento da inflação deverá conduzir a taxas de juro mais elevadas e à valorização do dólar.
2. A redução dos impostos, em particular para as empresas, é outra das políticas anunciadas por Trump e significaria um aumento dos lucros das empresas. Esta situação atrairia fluxos de investimento estrangeiro e deveria apreciar o dólar.
3. Finalmente, no que diz respeito às restrições migratórias, estas deverão revelar-se apreciadoras para o dólar no contexto atual. O mercado de trabalho está a normalizar-se, apesar de continuar a ser restritivo, e uma redução da oferta de mão de obra seria potencialmente inflacionista, exercendo uma pressão ascendente sobre as taxas de juro

### Euro/dólar previsto pelo diferencial de taxa de juro real

(Dólares por euro)

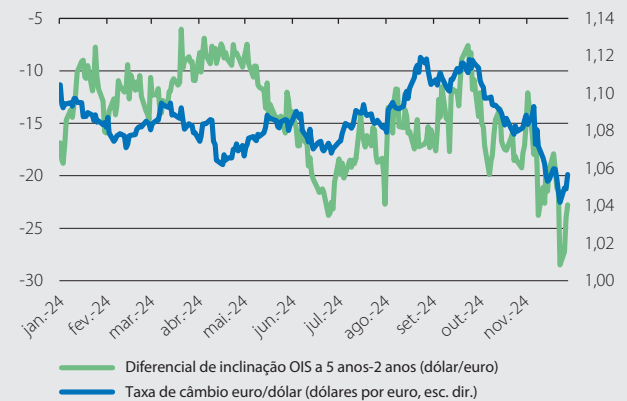


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Inclinações da curva de rendimentos e da taxa de câmbio dólar/euro

(p. b.)

(Dólares por euro)



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

e sobre o dólar, no curto prazo. Dito isto, a longo prazo, uma restrição à migração teria um efeito negativo sobre o crescimento potencial da economia e, por conseguinte, também sobre a taxa de câmbio efetiva real do dólar.

Com efeito, as expectativas de taxas de juro do mercado refletiram estes extremos. Por conseguinte, embora a velocidade a que se espera que a Fed reduza as taxas de juro tenha abrandado acentuadamente nos últimos meses, passando de um nível de 3% no final de agosto para cerca de 3,75% atualmente. Pelo contrário, os mercados esperam agora que o BCE baixe as taxas de juro para 1,75%, quando há alguns meses o ponto de chegada era 2,00%.

A moeda também refletiu estas alterações. A valorização do dólar desde o final de setembro está, portanto, alta-

mente correlacionada com os movimentos das curvas de taxas de juro de ambos os lados do Atlântico. Enquanto na Zona Euro se registou uma certa acentuação da inclinação a 2-5 anos, evidenciando expectativas de alguma melhoria cíclica, nos EUA esta mesma inclinação foi aplanada, na expectativa de que as taxas permanecerão mais elevadas durante mais tempo e de que as políticas de Trump terão algum custo para o crescimento a longo prazo.

Contudo, o primeiro gráfico mostra que a apreciação do dólar face ao euro ultrapassou mesmo o movimento das expectativas de taxas de juro de curto prazo (e de inflação). É provável que tal aconteça em resposta ao impacto esperado das políticas anunciadas por Trump a curto prazo.

Estes factos sugerem que a recente valorização do dólar pode consolidar-se nos próximos meses ou mesmo continuar a levar o dólar a cerca de paridade com o euro no próximo ano, se a nova administração Trump implementar finalmente as medidas anunciadas na sua campanha.

### Uma perspetiva de múltiplos riscos

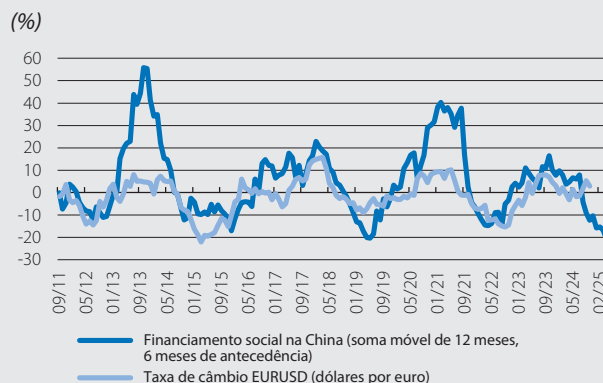
Os riscos para as perspetivas do euro-dólar são múltiplos. Por um lado, a política económica e comercial de Trump ainda não está concluída. À semelhança do que aconteceu no seu anterior mandato, muitas das suas propostas eleitorais tiveram vida curta e alguns dos anúncios de aumento de tarifas foram utilizados instrumento de pressão negociada. Não obstante, a inflação nos EUA poderá também acabar por diminuir mais depressa do que o previsto, ou a normalização do mercado de trabalho poderá conduzir a uma fraqueza um pouco mais pronunciada. Qualquer um destes cenários pode levar a que a Fed baixe as taxas de juro mais rapidamente ou de forma mais acentuada do que o previsto.

Para terminar, existem ainda muitas fontes de riscos geopolíticos mundiais que, a concretizarem-se, terão muito provavelmente um efeito de apreciação do dólar, que continua a ser a moeda de reserva internacional, atraindo os fluxos de investidores numa altura de forte aversão ao risco.

Quanto ao euro, a primeira coisa a notar é que parece pouco provável que o BCE altere a sua política monetária face a uma depreciação moderada do euro em relação ao dólar, tendo em conta que a elasticidade da inflação em relação à moeda é pequena. Segundo um estudo do BCE, este valor é de 4%, utilizando dados de 2016, uma vez que o conteúdo total (ajustado para a percentagem de faturação em moeda estrangeira) das importações de países não pertencentes à área do euro no consumo das famílias da área do euro também é reduzido: 9%, de acordo com o mesmo estudo.<sup>1</sup>

1. Ver Ortega, E. e Osbat, C. (2020). «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries». ECB Occasional Papers, n.º 241, abril.

### Crescimento homólogo do crédito agregado na China e taxa de câmbio euro/dólar



**Nota:** O financiamento social na China refere-se à soma de todos os financiamentos na economia, incluindo empréstimos bancários, obrigações do Estado, obrigações de empresas e financiamento de ações.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do Banco Central da China e da Bloomberg.

Depois, a economia da Zona Euro continua muito exposta à China, e qualquer melhoria cíclica na economia asiática tem um impacto positivo na economia da Zona Euro e na moeda, uma vez que a procura do euro aumenta. O crescimento do crédito na China (o chamado «financiamento social») tem estado, desde 2011, altamente correlacionado com a apreciação do euro face ao dólar. Relativamente a este aspeto, a recente evolução do crédito na China sugere uma nova depreciação do euro face ao dólar nos próximos meses e, quando as recentes medidas de estímulo público chinesas atingirem a economia, uma apreciação no final de 2025.



**Taxas de juro (%)**

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	3,40	3,40	0	-110,0	-110,0
Euribor 3 meses	2,93	3,06	-13	-97,5	-102,8
Euribor 12 meses	2,46	2,55	-9	-105,2	-133,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,25	2,47	-22	-101,6	-109,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,95	2,28	-33	-45,3	-74,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,09	2,39	-30	6,4	-26,6
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,79	3,10	-30	-20,1	-57,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,54	2,80	-26	-11,7	-49,4
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	4,75	5,00	-25	-75,0	-75,0
SOFR 3 meses	4,47	4,56	-9	-86,5	-89,7
Dívida pública a 1 ano	4,28	4,27	1	-48,3	-80,1
Dívida pública a 2 anos	4,15	4,17	-2	-9,9	-48,4
Dívida pública a 10 anos	4,17	4,28	-12	28,9	-8,4

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

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	56	59	-3	-2,6	-10,8
Itraxx Financeiro Sénior	63	65	-3	-4,5	-13,9
Itraxx Financeiro Subordinado	111	116	-5	-11,7	-28,1

**Taxas de câmbio**

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,058	1,088	-2,8	-4,2	-2,4
EUR/JPY (ienes por euro)	158,410	165,480	-4,3	1,7	-0,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,831	0,844	-1,6	-4,2	-3,2
USD/JPY (ienes por dólar)	149,770	152,030	-1,5	6,2	1,7

**Matérias-primas**

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	535,7	534,4	0,2	5,0	1,8
Brent (\$/barril)	72,9	73,2	-0,3	-5,3	-6,5
Ouro (\$/onça)	2.643,2	2.744,0	-3,7	28,1	30,2

**Rendimento variável**

	30-novembro	31-outubro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.032,4	5.705,5	5,7	26,5	32,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.804,4	4.827,6	-0,5	6,3	8,8
Ibex 35 (Espanha)	11.641,3	11.672,6	-0,3	15,2	14,4
PSI 20 (Portugal)	6.418,3	6.532,8	-1,8	0,3	-2,3
Nikkei 225 (Japão)	38.208,0	39.081,3	-2,2	14,2	15,0
MSCI emergentes	1.078,6	1.119,5	-3,7	5,4	10,0

## A economia dos EUA, a grande vencedora de 2024

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

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

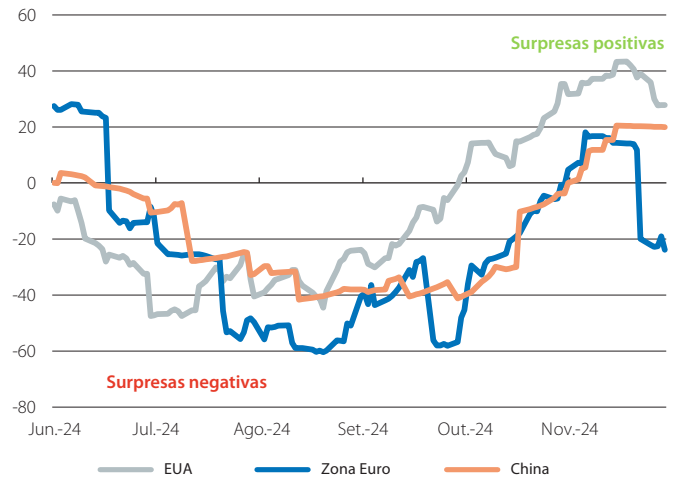
**A agenda económica de Trump, possivelmente inflacionista a médio prazo.** Também as perspectivas de crescimento para 2025 são bastante otimistas, embora haja dúvidas quanto à implementação da agenda económica da nova administração. Apesar de Trump ter uma maioria republicana tanto no Senado como na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

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

### abrandar

#### Índice de surpresas económicas

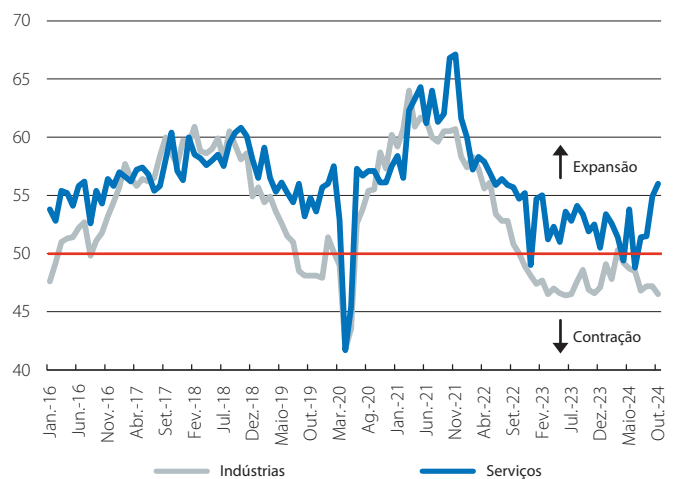
(Desvio em relação ao esperado)



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

#### EUA: ISM

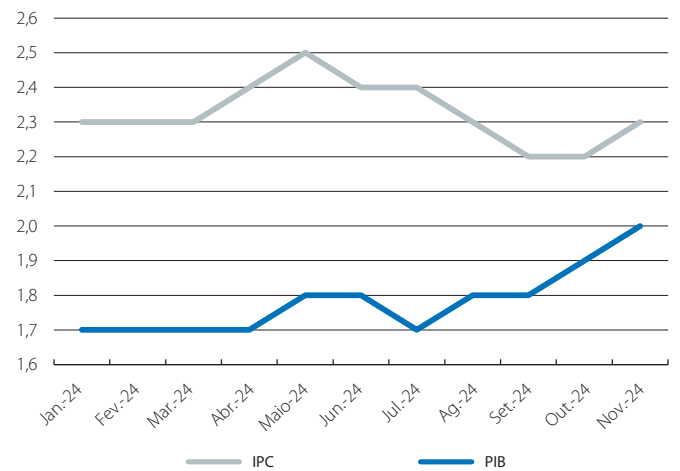
Índice



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

#### EUA: evolução previsões para 2025 \*

Varição anual (%)



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

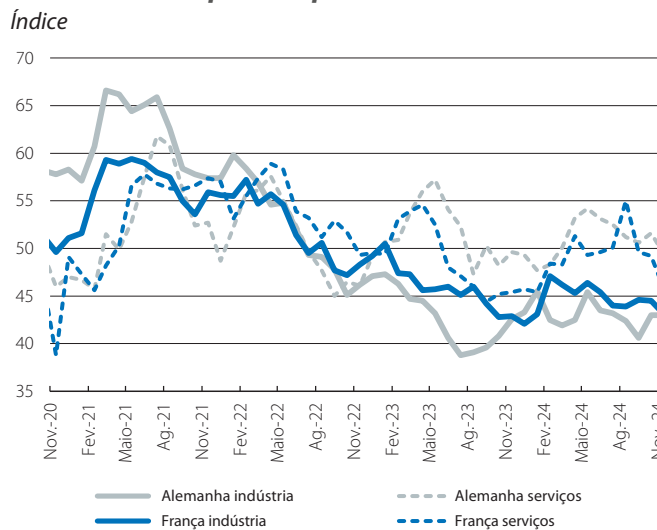
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reuters.

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

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

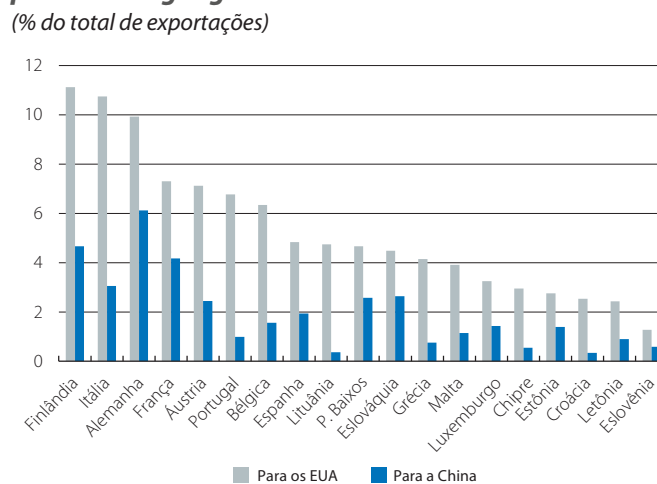
**China, o principal alvo das políticas tarifárias de Trump.** A economia chinesa não conseguiu recuperar no 4T, apesar dos esforços do governo para estimular o consumo e o investimento. Em termos homólogos, a produção industrial cresceu 5,3% e as vendas a retalho 3,2% em outubro, ambos muito abaixo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

**Zona Euro: PMI por componentes**



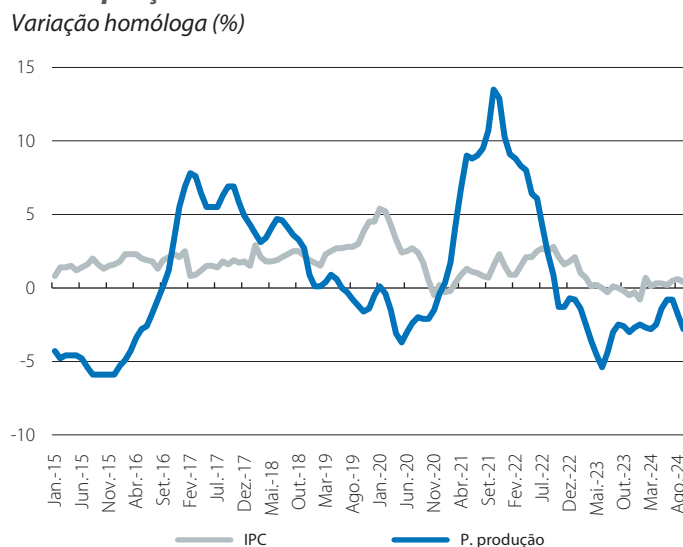
Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global PMI.

**Zona Euro: exportações de mercadorias por destino geográfico**



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

**China: preços**



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

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

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

### Exposição e sensibilidade aos direitos aduaneiros

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

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

### China: exposição ao EUA

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

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

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

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

1. Durante o mesmo período, a parte das exportações para os EUA nas exportações totais da China diminuiu 5 p. p., passando de 19% para 14%.

2. Este valor baseia-se nas exportações comunicadas pela China para os EUA. Se, em alternativa, utilizássemos as importações da China comunicadas pelos EUA, o peso destes fluxos teria diminuído de 3,9% para 2,4% do PIB da China no mesmo período.

3. Para 2019 e 2020, últimos anos disponíveis. A média de 2016-2019 situa-se em 3,3%, enquanto no início da década estava próxima dos 4%.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Riscos protecionistas num mundo fragmentado

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

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

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

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



## Exposição da economia europeia a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA

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

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

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

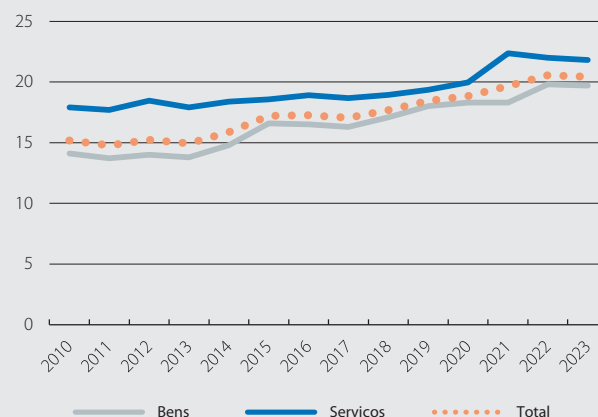
No seio da UE, o papel dos EUA no total das exportações é muito heterogéneo por país (incluindo, neste caso, também as exportações para outros Estados-Membros). A Irlanda é, de longe, o país com maior quota de exportação de bens, superior a 25%, enquanto a quota de mercado dos Estados Unidos é geralmente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

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

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

### Exportações da UE para os EUA

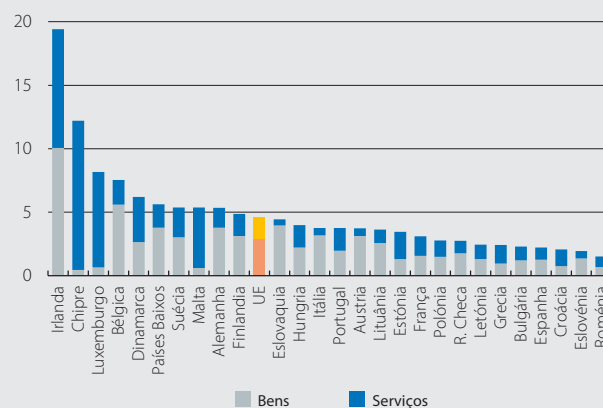
(% do total)



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

### Exportações para os EUA por países da UE

(% del PIB, 2023)



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

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

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

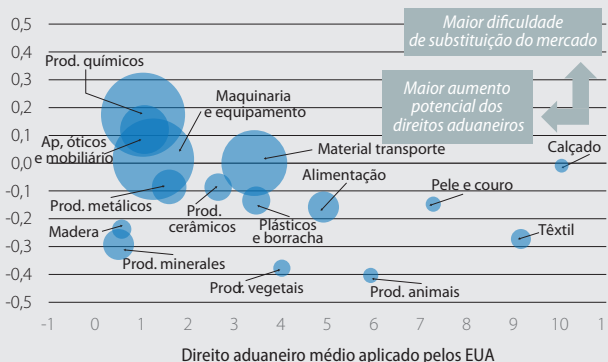
### Indústria química, máquinas e equipamentos, mais afetadas pelos direitos aduaneiros

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

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

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

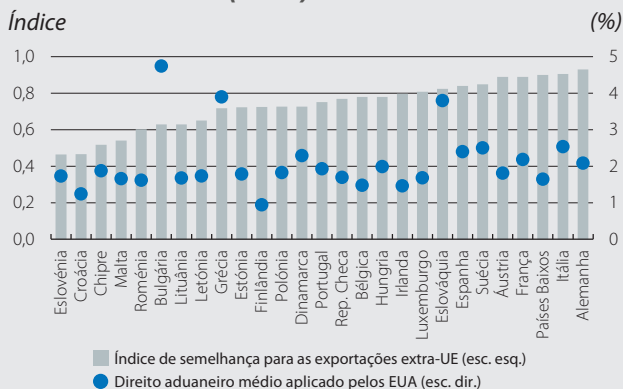
Índice de especialização no total das exportações



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

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

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



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

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

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

### As indústrias de serviços também serão indiretamente afetadas pelos direitos aduaneiros

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

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

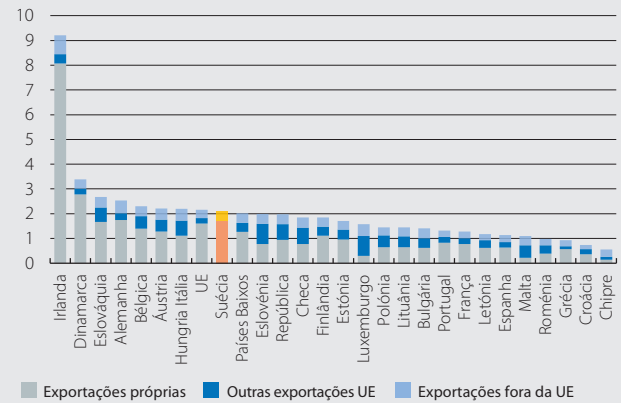
3. A especialização de um produto é medida através de um índice simétrico (entre -1 e 1), que utiliza como base o indicador clássico de vantagem comparativa revelada, equivalente à divisão da parte das exportações para um destino pela parte das exportações totais.

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

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

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

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



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

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

## ESTADOS UNIDOS

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

## JAPÃO

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

## CHINA

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

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

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

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

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

## Preços

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

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

## Setor externo

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

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

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

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

**Notas:** 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLS. 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.

## Atividade doméstica de vento em popa

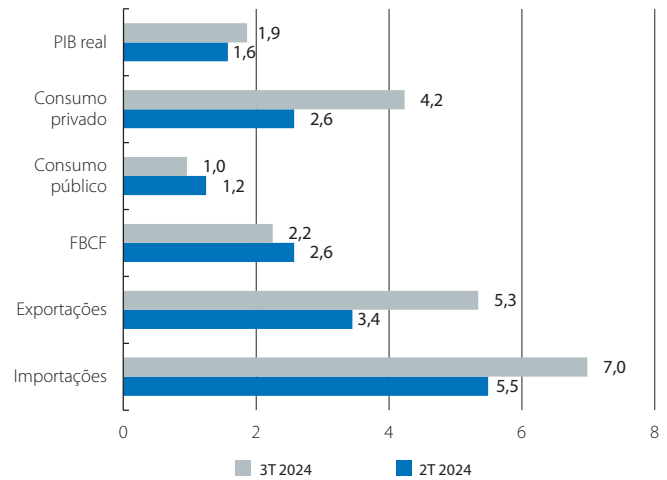
**Dinamismo da procura interna suporta crescimento no 3T.** O INE confirmou que a economia cresceu 0,2% em cadeia e 1,9% homólogo no 3T, com um importante contributo da procura interna. Esta adicionou 2,64 pontos base ao crescimento do PIB, refletindo muito particularmente a robustez do consumo privado. Por seu turno a procura externa subtraiu 0,78 pontos base, resultado do crescimento mais moderado das exportações (5,3%) do que das importações (7%). Este último aspeto – forte crescimento das importações – evidencia a elevada dependência da procura interna de bens (sobretudo) e serviços importados, sendo o principal fator de risco para a atual previsão do BPI Research do PIB em 2024 (1,7%). Contudo, não põe em causa a expectativa de que a economia manter-se-á dinâmica no 4T e muito provavelmente em 2025. Com efeito, as perspetivas para o próximo ano são de um crescimento em torno de 2%, com os riscos positivos concentrados na atividade doméstica, beneficiando das boas perspetivas para o mercado de trabalho, e investimento, que beneficiará de custos de financiamento mais reduzidos e da aceleração do PRR. O setor externo continuará a ser o principal fator de risco negativo, resultado das questões geopolíticas e também da incerteza quanto ao impacto de uma política de cariz mais protecionista por parte da nova administração norte-americana.

**Inflação persistente em novembro.** A taxa de variação homóloga do IPC estimada pelo INE para novembro é de 2,5% (2,3% em outubro 2024). A variação do índice relativo aos produtos energéticos terá determinado em grande medida a aceleração do IPC total em novembro; e foi influenciada por efeitos de base (o índice energético tinha recuado mensalmente 1,9% em novembro de 2023). Este efeito deverá repetir-se no próximo mês, pois em dezembro de 2023 os preços da energia também recuaram fortemente em termos mensais (-2,21%). A inflação subjacente embora se tenha mantido nos 2,6% apresenta uma dinâmica mais compatível com a sua sazonalidade histórica nos últimos meses, o que traz maior previsibilidade ao movimento de desinflação. Assim, continuamos confortáveis com a nossa previsão de uma inflação média de 2,4% para o conjunto de 2024.

**O emprego voltou a surpreender, atingindo um novo máximo histórico em outubro.** De facto, os dados da série mensal do INE revelaram um aumento de 1,4% homólogo da população empregada (dados ajustados de sazonalidade e provisórios), o que significa que o total de 5.105.700 indivíduos representa um novo máximo histórico da série mensal. Esta dinâmica tem sido acompanhada pelo crescimento dos salários: a remuneração bruta mensal média regular tinha aumentado mais de 4% homólogo e em termos reais no 2T, com praticamente todos os sectores a apresentar variações homólogas positivas. O dado mais recente que temos a respeito dos salários parece confirmar que a pressão nos salários deverá manter-se no último trimestre do ano: em outubro, as remunerações no sector do comércio aumentaram 6,0% homólogo, o que, apesar de refletir uma desaceleração, não deixa de superar o aumento da inflação no mesmo período (de 2,3%).

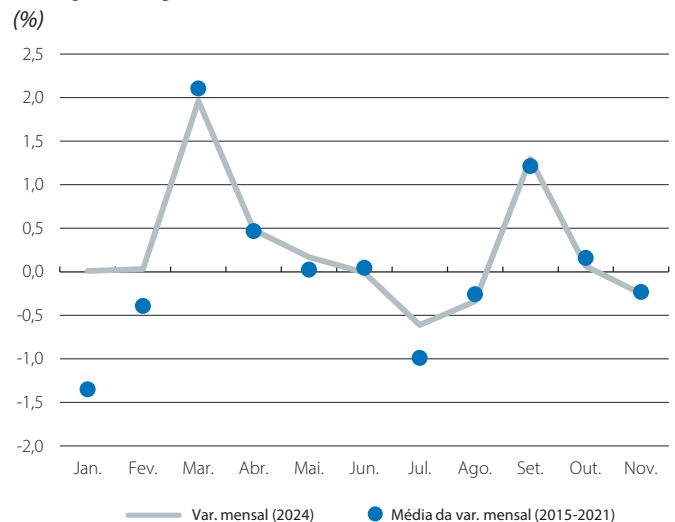
### Portugal: Evolução do PIB e componentes

Taxa de variação, %



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

### Inflação subjacente



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

### População empregada em Portugal \*

Número de indivíduos (Mil)



Nota: \*Dados provisórios e ajustados de sazonalidade.

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



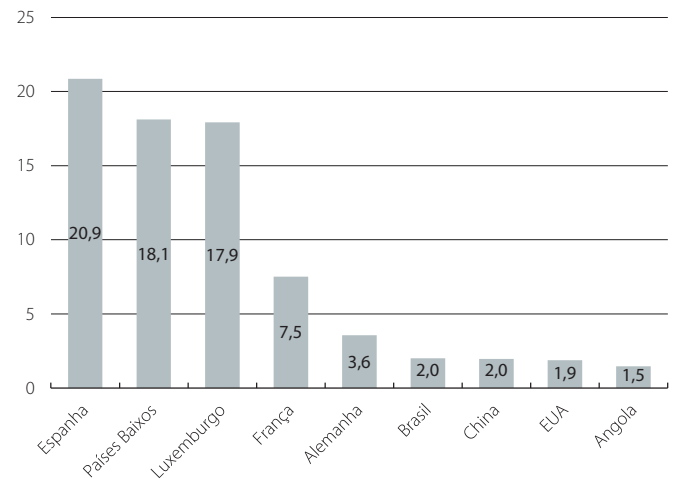
**IDE representa 70% do PIB no 3T 2024.** Mais concretamente atingiu os 194,5 mil milhões de euros, mais 5% do que no final de 2023. Os países que mais investem em Portugal são Espanha, Países Baixos e Luxemburgo. E o setor financeiro continua a ser o principal, representando 21% do total. Mas o investimento estrangeiro em imobiliário tem vindo a ganhar importância, representando atualmente 17,2% do total do IDE (13,9% em 2019 e 10,8% em 2015), destacando-se os incrementos de países como os EUA e o Brasil, cujo investimento em imobiliário representa 42,2% e 43,5% do IDE total do país em Portugal (17,8% e 29,7% em 2019). Em termos globais o peso global destes dois países no IDE é relativamente reduzido: cerca de 2%.

**Imobiliário segue animado no 2S 2024.** Apesar dos dados do Índice de Preços da Habitação do 3T 2024 serem apenas divulgados mais perto do final do ano, todos os dados conhecidos parecem apontar para a continuação de bom momento. No 3T, de acordo com a Confidencial Imobiliário (CI), ter-se-ão vendido mais de 38 mil imóveis; o que representa um crescimento homólogo de 16%. Se considerarmos a soma das vendas dos últimos três meses até outubro, este número sobe para 39,6 mil, sugerindo assim que o bom momento se prolonga já pelo 4T. Estas melhorias parecem ter também reflexo no sentimento captado pelo Portuguese Housing Market Survey (CI), onde as expectativas de mediadores e promotores para vendas e preços (nos próximos 3 meses) estão em terreno positivo e evoluíram favoravelmente em setembro. Por fim, o valor mediano de avaliação bancária na habitação foi 1.721 euros/m<sup>2</sup> em outubro (mais 26 euros face a setembro e mais 12% homólogo).

**Os riscos para a estabilidade financeira da economia portuguesa decorrem principalmente da conjuntura externa.** Esta é a principal ideia do último relatório de estabilidade financeira do Banco de Portugal, onde se destacam as tensões geopolíticas, a desaceleração da economia chinesa, a qualidade creditícia dos emitentes soberanos e os eventuais choques inflacionistas (que poderiam reverter o atual ciclo de descida das taxas de juro de política monetária). Ao mesmo tempo, aponta que as empresas portuguesas estão, essencialmente, expostas a eventos geopolíticos e ao abrandamento da economia da Zona Euro, enquanto as famílias estão essencialmente expostas a desenvolvimentos económicos que possam afetar o seu rendimento. No caso do mercado imobiliário, os riscos assentam num potencial evento económico que adie a redução das taxas de juro ou agravem a restritividade da política monetária, enquanto na Administração Pública o principal risco continua a ser o (ainda) elevado endividamento. Por fim, no sector bancário, salienta-se a exposição ao mercado imobiliário e dívida pública, a par dos impactos das alterações climáticas e digitalização. Entretanto, a descida das taxas de juro estará a contribuir para o dinamismo no mercado de crédito. Apesar de, à data, não termos informação sobre as novas operações de crédito, a evolução da carteira de crédito aponta para um cenário mais positivo do que no passado recente, quando as taxas de juro evoluíram em linha com o contexto restritivo da política monetária: em outubro, a carteira de crédito à habitação aumentou 2,1% homólogo (-1,4% no início do ano), enquanto a carteira das empresas moderou a queda (para -0,6%, cerca de 1/4 da queda de janeiro).

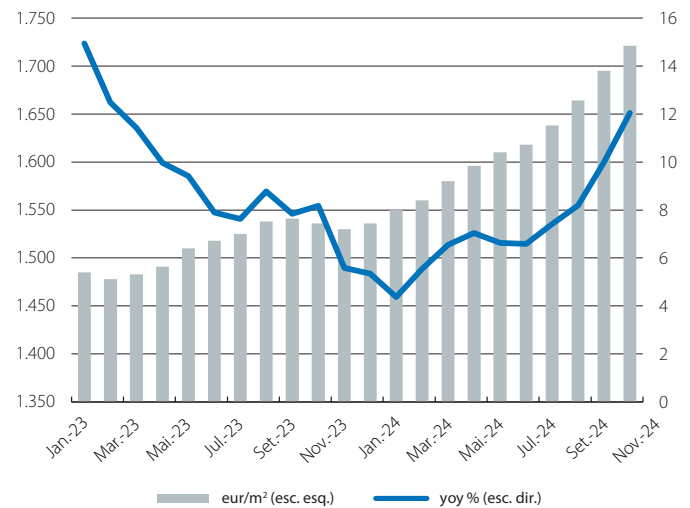
**Distribuição do IDE por país**

(% do stock total de IDE)



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

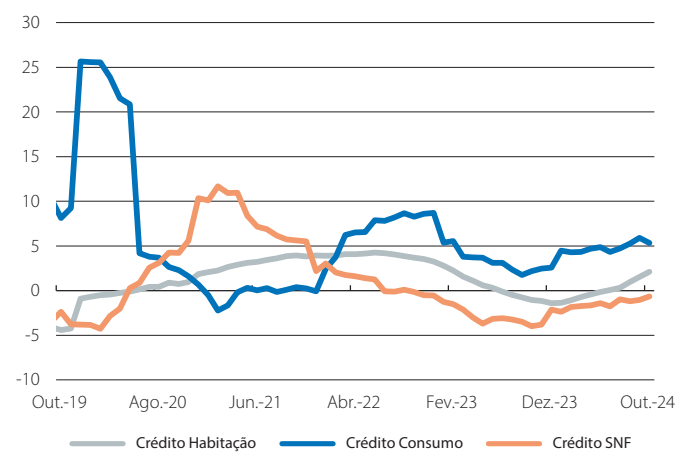
**Avaliação bancária da habitação**



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

**Evolução da carteira de crédito do sector privado não financeiro**

Taxa de variação homóloga (%)



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

## Irá a política protecionista dos EUA afetar significativamente Portugal?

Num cenário em que a nova administração norte americana tenderá a introduzir alterações na política económica, fazemos um apanhado de quais as principais relações comerciais, a nível de investimento e de fluxos de turismo existentes entre Portugal e os EUA. Como é evidente no gráfico 1, o relacionamento económico entre Portugal e os EUA não é displicente e tem vindo a ganhar importância em diversos âmbitos: turismo, investimento imobiliário e comércio de bens. Neste artigo focamo-nos no comércio de bens, na medida em que poderá ser aquele que mais imediatamente sentirá o efeito de eventuais alterações na política comercial norte-americana.

As exportações de bens de Portugal para os EUA ascendem a cerca de 4.000 milhões de euros,<sup>1</sup> representam cerca de 7% do total exportado por Portugal e cerca de 1,5% do PIB nacional. Entre os produtos exportados, destacam-se os farmacêuticos e os petrolíferos refinados. A importância do negócio nestes dois setores é evidente, tanto no que representam para as exportações totais para os EUA como pelo peso que estas têm no total das exportações do setor. Os produtos farmacêuticos representam 22,4% do total de exportações de bens para os EUA e 31,4% do total das exportações do setor. No caso dos produtos petrolíferos, estas percentagens são de, 20,5% e 22%, respetivamente. Por sua vez, o valor importado dos EUA ascende a cerca de 1,710 milhões de euros, das quais 51% são importações de petróleo bruto e gás natural. Ou seja, as relações comerciais com os EUA são favoráveis a Portugal e a possível alteração da política comercial norte americana, através do agravamento das tarifas aplicadas às importações de forma a reduzir o elevado défice comercial norte americano, pode vir a ter algum impacto no comércio entre os dois países.

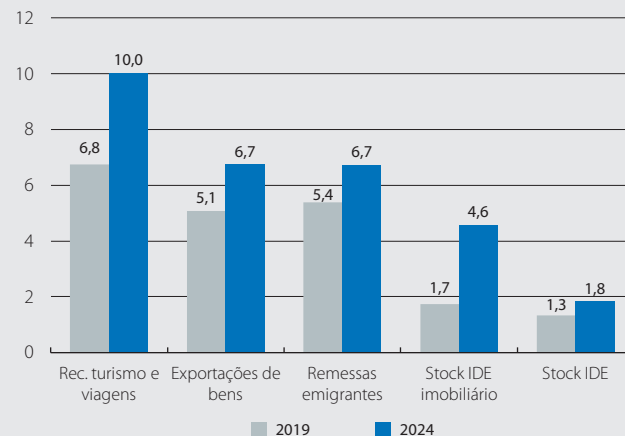
Contudo, este é ainda um assunto sujeito a um elevado grau de incerteza, dependendo se tarifas mais elevadas serão aplicadas genericamente a todos ou só a alguns bens importados pelos EUA, a todos os parceiros comerciais ou só alguns e, não menos importante, quais as retaliações que os países afetados irão impor às suas importações oriundas dos EUA.

Num artigo publicado no boletim económico em junho de 2018,<sup>2</sup> o Banco de Portugal estima que num cenário em que os países cujos preços das exportações aumentassem 10% por via do aumento das tarifas praticadas pelos EUA, apenas retaliassem as trocas comerciais com os EUA, com imposição de tarifas semelhantes, tal decisão refletir-se-ia na redução do PIB mundial em 0,7% ao fim de três anos;

1. Nos primeiros 9 meses do 2024.

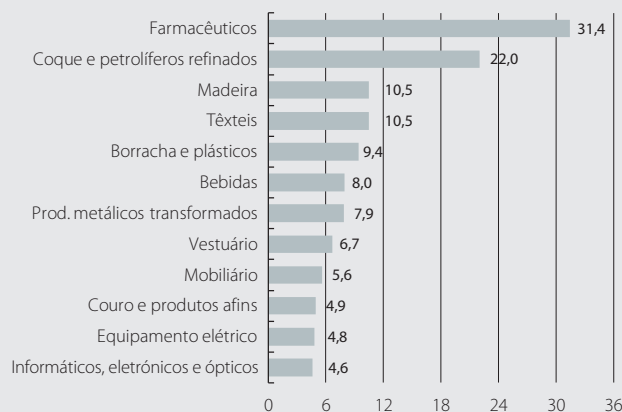
2. [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be\\_jun2018\\_p.pdf#page=51](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_jun2018_p.pdf#page=51)

### Importância das relações com os EUA (% do total)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e BdP.

### Importância das relações comerciais com os EUA (% do total exportado pelo setor)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

no caso de Portugal, a redução do PIB no mesmo período seria também de 0,7%, estimando também um agravamento dos preços no consumidor de 0,4%. É interessante o facto de o artigo referir que há redução da atividade em todas as economias, mas mais significativa na economia norte-americana. No mesmo sentido apontam as conclusões de um *paper* do FMI,<sup>3</sup> quando refere que os impactos negativos da política de cariz mais restritivo dos EUA em 2018/19 foram mais significativos no próprio país do que nos parceiros comerciais, na medida em que a redução do défice comercial foi conseguida à custa de menor crescimento, afetando negativamente o investimento e consumo via ressonância do preço mais elevado do bem importado no preço final do bem.

3. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2024/013/001.2024.issue-013-en.xml?cid=543877-com-dsp-crossref>

**Impactos estimados do aumento das tarifas pelos EUA**

Estimativa	Eventuais tarifas a praticar pelos EUA	Alteração no PIB real
	10% Universal	-0,5%
Tax Foundation	10% Universal, 60% China	-0.8%, -1.2% com retaliação
	20% Universal, 60% China	-1.3%, -1.7% com retaliação parcial
Moody's	10% Universal	-1.04%, -2.82%, -3.45%, e -3.61% nos anos 2025-2028, inclui retaliação
Fitch	Cenário de tarifas agressivas dos EUA	-0.4% a -0.8%; até -1.1% com retaliação
Euromonitor	10% Universal	-0.5% in 2025, -0.9% in 2026, com retaliação
IMF	10% Universal	-0.4% to -0.6%, persistindo em -0.4% com retaliação
Capital Economics	10% Universal, 60% China	Até -1.5%
Peterson Institute for International Economics	10% Universal	Intervalo de 10 anos: -0,36% (máximo) a -0,07% (último ano); -0,88% a -0,24% com retaliação
	60% China	10-year range, -0.19% (high) to -0.12% (final year); -0.43% to -0.21% with retaliation

Fonte: US tax Foundation.

Adicionalmente, dada a evidência de que os EUA poderão ser o país mais afetado pela própria política de cariz mais restritiva – num cenário em que sofrerá retaliações de todos os parceiros comerciais afetados, mas que entre si estes não alterarão as atuais políticas comerciais – até que ponto é que esta será uma medida levada avante pela nova administração e qual a sua durabilidade. No quadro abaixo, resumimos os impactos estimados por algumas instituições que a política restritiva norte-americana poderá ter no crescimento do próprio país.

Concluindo, os impactos de uma política protecionista por parte dos EUA e da possível guerra comercial que daí advirá entre os EUA e os seus parceiros comerciais irão provavelmente sentir-se no comércio internacional, afetando também Portugal. No entanto, a dimensão do impacto na economia nacional é difícil de estimar por agora, não se excluindo a possibilidade de que seja um efeito marginal, na medida em que «guerras comerciais» podem também criar oportunidades de negócio em outras latitudes.

*Teresa Gil Pinheiro*

## Oferta de habitação nova em Portugal

O tema da habitação tem ganho atenção redobrada nos últimos tempos. A disparidade crescente e acumulada entre salários/rendimento e preços da habitação, ou seja, a diminuição da acessibilidade, colocaram o holofote mediático nesta questão. O problema tem muitas ramificações – essa perda de acessibilidade é potenciadora da emigração jovem, inibidora da sua autonomia, da constituição de família e da natalidade, etc. Neste contexto começamos já a ver episódios de alguma agitação social e o tema entrou definitivamente na agenda política. Nos dois últimos governos foram criados programas específicos para aplacar o problema – o «Mais Habitação» e o «Construir Portugal». Há um aspeto em relação ao qual analistas do mercado (e governos de cores políticas distintas) estão de acordo: é necessária uma maior oferta de imóveis. Neste artigo pretendemos desenvolver um pouco o tema da oferta de habitação: como tem evoluído relativamente à procura, aos preços e o que podemos esperar da oferta no futuro.

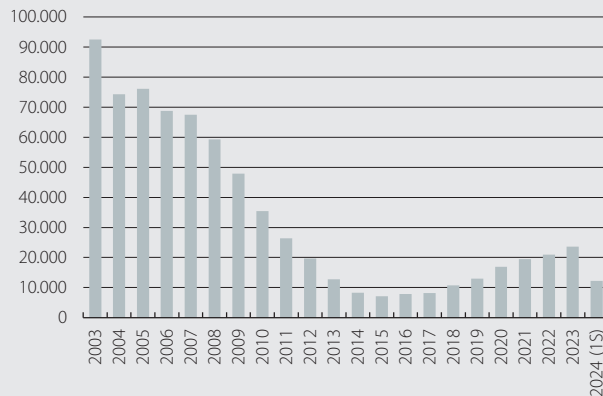
A primeira imagem é muito elucidativa. Em 2003 construíram-se mais de 90 mil fogos e em 2023 apenas 23 mil. A grande quebra na construção de novos fogos deu-se a partir do período da grande crise financeira de 2008, período após o qual o desemprego aumentou, com isso aumentou também o incumprimento nos créditos à habitação e os imóveis em venda forçada, não se tornando rentável o investimento em construção nova. Com a crise das dívidas soberanas que se seguiu, o acesso ao crédito tornou-se mais exigente e restritivo. Colocando os números em perspetiva: as casas construídas em 2003 conseguiriam responder a quase 70% das casas compradas em 2023, mas as casas construídas em 2023 apenas responderam a 17% das compras no mesmo ano.

Tem vindo a acentuar-se o diferencial entre transações e novos imóveis no mercado. A taxa de crescimento anual<sup>1</sup> dos novos fogos é negativa entre 2009 e 2023 (-5%), o que compara com uma CAGR das vendas de 2% (5% se considerarmos apenas o período entre 2015 e 2023). Noutra perspetiva (segundo gráfico), se acumularmos ano a ano as taxas de crescimento da oferta de novos imóveis e da procura, vemos que a oferta acumula um crescimento negativo de -10% entre 2012 e 2023 enquanto a procura acumula um crescimento de 77% no mesmo período e os preços mais do que duplicaram. A força da procura, combinada com pouca oferta de novos fogos facilitou a subida extraordinária dos preços.

Em termos regionais Grande Lisboa (+2%), Norte (+9%), Península de Setúbal (+10%) e RA Madeira (+11%) acumularam crescimento positivo da oferta no horizonte consi-

### Construção de novos fogos para habitação familiar

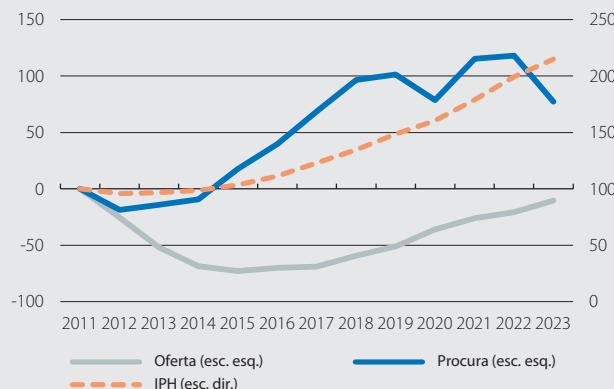
Número



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

### Crescimento da oferta, procura e preços

Crescimento acumulado a cada ano (%) / índice de preços da habitação (2011=100)



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

derado. Contudo, todas elas apresentam diferencial negativo face ao crescimento da procura. É a magnitude desse diferencial que apresentamos no terceiro gráfico. Os maiores *gaps* de oferta nova são no Alentejo, Oeste e Vale do Tejo e Centro. Contudo, onde os preços mais aumentaram<sup>2</sup> no mesmo período foi na Grande Lisboa, na Península de Setúbal e no Algarve. Este cruzamento de informação põe em evidência que a escassez de oferta nova não é o único fator que explica as diferenças no comportamento dos preços, regionalmente. Haverá outros fatores demográficos e socioeconómicos que explicam estas diferenças, além de que para a oferta como um todo não entram apenas os dados de novos fogos que analisámos, mas também reabilitação de imóveis devolutos que passam a estar no mercado, por exemplo.

2. Como proxy do aumento de preços usámos os dados do valor mediano da avaliação bancária nas diferentes regiões.

1. Compound Annual Growth Rate.

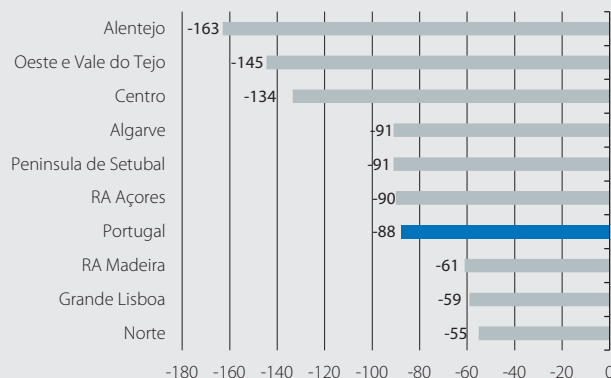
É expectável que a oferta de habitação nova incremente nos próximos anos? Consideramos que sim, mas em termos muito mais moderados do que seria desejável para este nível de procura. A descida de taxas de juro em curso vai contribuir para sustentar a procura e tornar os projetos imobiliários (que mobilizam grandes volumes de capital) mais rentáveis. De qualquer forma baseamos a nossa fundamentação de que o crescimento não vai ser explosivo em dois aspetos. Primeiro, e mais importante, porque o número de licenciamentos em construções novas para habitação familiar não mais retornou aos níveis prévios à crise financeira de 2008 como podemos ver no quarto gráfico. Ou seja, não se está a formar um pipeline suficientemente abrangente. Por outro lado, a capacidade para construir em larga escala tem diminuído. A criação líquida de empresas<sup>3</sup> no setor da Construção no acumulado entre 2007 e 2022 foi negativa especialmente nas Pequenas (-1.361 empresas), Médias (-281) e Grandes (-18). No final de 2023 trabalhavam no setor da Construção 361 mil pessoas, menos 164 mil do que acontecia no final de 2008. Apesar de poderem existir ganhos de produtividade, maior mecanização e técnicas de construção mais ligeiras e rápidas, é clara a quebra de capacidade instalada.

Face ao contexto descrito, aumentar a oferta de habitação nova ou requalificada, para venda ou para arrendamento, deveria ser um desígnio nacional. Devido ao ciclo de exploração longo que tem o negócio da construção e à redução de capacidade instalada, o crescimento rápido de novas casas disponíveis afigura-se difícil. Torna-se então decisivo agilizar outras formas de colocar imóveis no mercado quer com reabilitação, quer com medidas legislativas/fiscais sobre o arrendamento, quer com intervenção dos municípios, quer também com o recurso às cooperativas de habitação, por exemplo. Além do impacto ao nível da contenção da dinâmica dos preços, tudo isto seria importante na medida em que o país apresenta métricas piores do que a média da UE ao nível da despesa do estado em desenvolvimento de habitações e da percentagem da população que vive em alojamentos em más condições.

Tiago Belejo Correia

### Gap da oferta no período 2012-2023

(%)

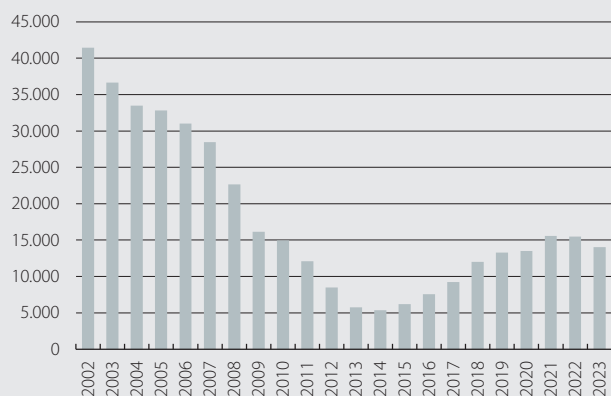


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Nota: Gap refere-se à diferença entre as taxas de crescimento acumuladas da oferta de novos fogos e as taxas de crescimento acumuladas da procura entre 2012 e 2023.

### Edifícios licenciados em construções novas para habitação familiar

Número



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

3. Diferença entre empresas novas criadas e empresas encerradas.



## Empresas portuguesas: desempenho e evolução do endividamento

Com a divulgação dos indicadores económico-financeiros anuais das sociedades não financeiras relativas a 2023, decidimos revisitado este tema e avaliar o desempenho recente das empresas portuguesas, abordando também a evolução do endividamento destas junto da banca nacional.

### Desempenho Económico-Financeiro em 2023

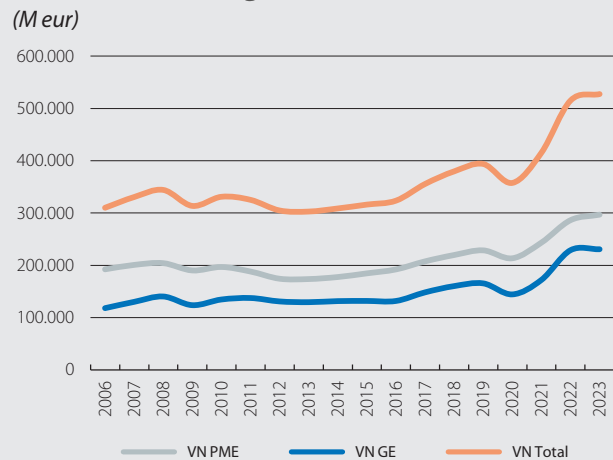
Qualquer análise económico-financeira parte da análise da conta de exploração – como evoluíram as vendas e prestações de serviços? O evento da pandemia em 2020 interrompeu uma série de seis anos consecutivos de crescimento do Volume de Negócios (VN) das empresas, mas posteriormente as vendas têm recuperado e 2023 não foi exceção. O VN global cresceu 2,4% em 2023 embora a ritmos diferenciados entre PME e Grandes Empresas (3,7% e 0,8%, respetivamente). O crescimento do VN ainda assim foi inferior à inflação média sentida pelos consumidores em 2023 (4,3%), o que sugere algum abrandamento da atividade das empresas. Ou seja, se os preços no consumidor não tivessem aumentado 4,3% seria provável um recuo do VN das SNF. Dito ainda de outra forma, o VN foi apoiado pelo efeito-preço.

Indo mais além do VN e partindo para a rentabilidade, importa olhar para a margem operacional. Tomando como referência o EBITDA, constata-se que mesmo com uma evolução modesta do VN a margem operacional continuou a evoluir positivamente e é mesmo a mais elevada da série histórica:<sup>1</sup> 12,6%. Se tivermos em conta que o valor da remuneração bruta mensal média dos trabalhadores nacionais em 2023 subiu acima dos 6%, ou seja, acima do VN das empresas, a melhoria da operação terá sido obtida através de uma melhoria da margem Bruta ou otimização dos FSE, sinalizando uma melhoria de produtividade dos fatores alheios ao trabalho. Outro dado relevante, pensando já numa vertente mais macroeconómica, é que o crescimento acumulado do EBITDA das empresas entre 2020 e 2023 ascendeu a 63,2% (em termos médios) enquanto o crescimento acumulado da inflação foi de 13,9%. Considerando o setor empresarial como um todo, haverá, portanto, espaço para aumentos salariais que visam repor parte do poder de compra perdido no surto inflacionista serem absorvidos pela margem das empresas e não se traduzirem numa espiral inflacionista.<sup>2</sup> 2023 representou, portanto, um crescimento global da atividade abaixo da inflação, mas melhoria da rentabilidade operacional mesmo num contexto de crescimento salarial substantivo.

1. Série disponível desde 2006.

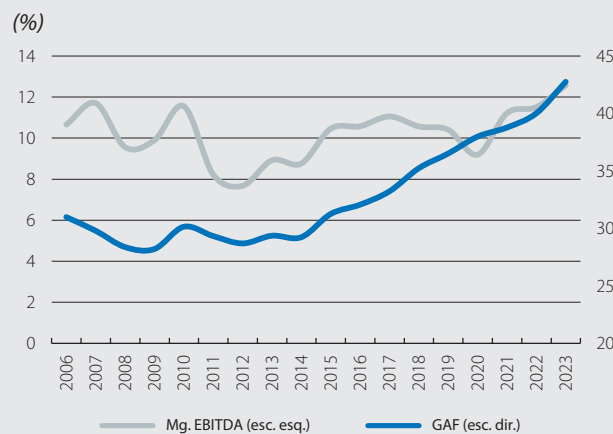
2. Este tema também foi abordado no World Economic Outlook do FMI (outubro 2024), onde se sublinha que as empresas europeias deverão ter capacidade para absorver o aumento dos custos salariais dado o grande incremento das margens de lucro nos últimos anos.

### SNF: Volume de negócios



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

### SNF: Grau de Autonomia Financeira e Mg. EBITDA



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

Passando para a estrutura do Balanço das empresas, o rácio de referência é o Grau de Autonomia Financeira (GAF). O GAF mede a percentagem do ativo das empresas que é financiada por capitais próprios, pelo que um aumento do GAF está associado a um reforço da capitalização das empresas. Ou seja, ganha peso o financiamento por capital social, reservas, resultados transitados ou resultado líquido do exercício. Por contrapartida, uma diminuição do GAF implica que ganha peso o financiamento por capitais alheios – empréstimos bancários, emissão de papel comercial, obrigações ou contas a pagar a fornecedores. Como podemos ver no segundo gráfico, este parâmetro tem vindo a melhorar, atingindo agora o valor mais elevado da série, 42,8%. Um rácio saudável e que evidencia maior solidez, menor dependência de recursos alheios e maior capacidade de as empresas solverem os seus compromissos.

Mas nem todos os aspetos evoluíram de forma positiva. Quando olhamos para o rácio de cobertura dos gastos de



financiamento<sup>3</sup> verificamos que este se reduziu em 2023. As empresas operaram num contexto de taxas de juro mais elevadas e decorrente disto o rácio evoluiu desfavoravelmente. Um valor inferior no rácio de cobertura de gastos de financiamento traduz uma maior pressão financeira para as empresas. Era expectável que isto acontecesse pois apesar do ritmo saudável de crescimento do EBITDA (+12%), o ritmo de crescimento das taxas de juro fruto da ação do BCE foi maior e extraordinário. Ainda assim o valor do rácio (7,7) é considerado saudável. Já vimos o que aconteceu com os encargos financeiros, mas como se terá comportado o que os origina, o endividamento? Em termos nominais, os Financiamentos Obtidos<sup>4</sup> recuaram cerca de 3% em 2023. Foi a primeira descida desde 2019. E fizeram-no também em termos relativos: financiam o ativo em 27,3% (29,4% em 2022) e representam 47,4% do Passivo (49% em 2022).

### Endividamento junto da banca nacional

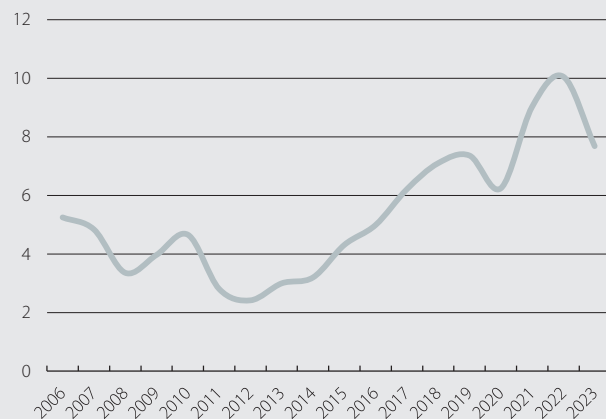
Em 2023 o crédito das SNF contraído junto da banca nacional acompanhou a tendência de redução dos financiamentos obtidos que já tínhamos observado nas demonstrações financeiras, recuou 2,1%. Sectorialmente no final de 2023 o stock está alocado em 18,8% às Indústrias Transformadoras, seguido do Comércio (18,6%) e Atividades Imobiliárias (12,4%). A tendência de redução de volume prossegue já em 2024 e no final do terceiro trimestre o stock de crédito reduziu-se em termos homólogos 1,2%. A redução é transversal à maioria dos setores com algumas exceções: o das *Utilities* (+10,5%) e Atividades Imobiliárias (+1%), e mais residualmente, da Agricultura & Pesca (+0,3%) e da Construção (+0,1%).

Estes números dizem respeito ao crédito «mais tradicional», por exemplo, empréstimos de curto e médio e longo prazo. No entanto, temos vindo a denotar um crescimento de formas alternativas de financiamento, nomeadamente via crédito titulado – as SNF realizam emissões de obrigações e de papel comercial em todo ou parte também subscrito por instituições financeiras, que se tornam credoras. O stock de crédito titulado das SNF subscrito pelos bancos amentou em 2023 +16,3% e em setembro de 2024 crescia +14% homólogo. Assim, se somarmos o crédito «tradicional» concedido a SNF com o crédito titulado o stock global em setembro de 2024 cresceu +1,4% homólogo.

Em suma, 2023 é marcado pela melhoria da estrutura financeira das SNF através do crescimento da atividade e da rentabilidade operacional, o que permitiu reduzir o endividamento apesar do aumento conjuntural do esforço para solver os encargos financeiros. Já em 2024, continua a tendência de crescimento do crédito titulado que está a sus-

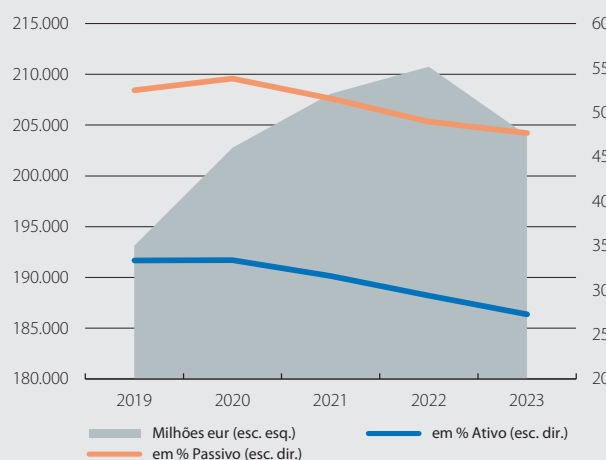
3. Identifica o número de vezes em que o EBITDA gerado pelas empresas é superior aos gastos de financiamento.  
 4. São os montantes relativos a empréstimos contraídos que geralmente se traduzem em custo para a empresa, refletido nos gastos de financiamento. Incluem os empréstimos de instituições de crédito e sociedades financeiras, de empresas participadas e participantes, títulos de dívida e outros financiamentos.

### SNF: rácio de cobertura dos encargos financeiros



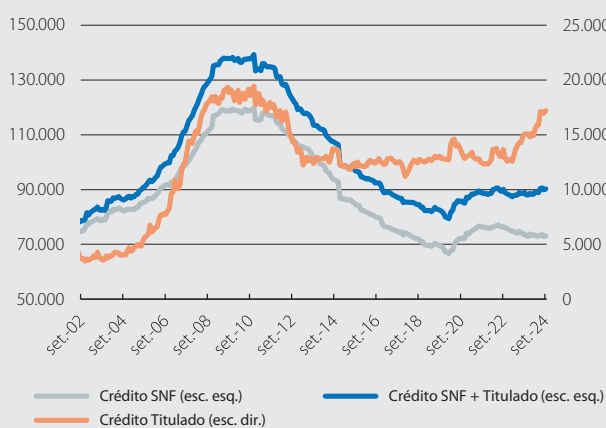
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

### SNF: Financiamentos Obtidos



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

### SNF: stock de crédito na banca nacional (Milhões eur)



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

tentar uma variação positiva, ligeira, do stock global de crédito da banca nacional às empresas. Acreditamos que a melhoria da estrutura de financiamento associada a tendência de redução dos juros deva permitir ao setor empresarial português prosseguir na melhoria dos seus indicadores de saúde financeira.

Tiago Belejo 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	09/24	10/24	11/24
Índice coincidente para a atividade	5,9	3,5	2,7	2,1	1,4	1,2	1,2	1,3	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	-0,8	2,7	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-5,5	-4,1	-3,5
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	7,5	4,9	-18,1	7,2	9,2	-2,1	...	...
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	8,5	10,0	12,0	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	7,8	7,8	6,7	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	0,8	5,5	12,3
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	4,3	4,9	6,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,1	2,9	2,8	2,4	2,2	2,4	2,5	2,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-13,1	-13,9	-14,0
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	1,2	1,5	1,4	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	6,1	6,6	6,6	...
<b>PIB</b>	<b>7,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</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	09/24	10/24	11/24
Inflação global	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	2,1	2,3	2,5
Inflação subjacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,8	2,6	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	09/24	10/24	11/24
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	0,9	0,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	-1,0	-1,0	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	...	...
Bens e serviços	-4,8	3,3	3,3	4,6	5,2	5,8	5,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	-2,0	-2,0	-1,5	-0,8	-0,7	-0,7	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>-2,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</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	09/24	10/24	11/24
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	6,0	6,0	6,5	...
À vista e poupança	12,0	-18,5	-18,5	-14,8	-8,6	-6,7	-6,7	-3,7	...
A prazo e com pré-aviso	-1,2	22,2	22,2	27,1	24,0	20,9	20,9	17,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	29,1	29,1	7,3	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	1,8	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	0,9	0,9	1,4	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	-1,0	-1,0	-0,6	...
Famílias - habitações	3,3	-1,4	-1,4	-0,7	0,1	1,5	1,5	2,1	...
Famílias - outros fins	2,7	-0,3	-0,3	1,5	2,5	4,0	4,0	4,1	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	-4,1	-4,1	-3,8	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</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>	...	-	-	-

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.

## Em Espanha, a atividade mantém-se dinâmica no 4T

A economia caminha para fechar 2024 numa base sólida. Os indicadores que estão a surgir para o último trimestre do ano oferecem sinais positivos. As despesas das famílias estão a aumentar num contexto de melhoria do rendimento real das mesmas, os indicadores de sentimento das empresas (PMI) permanecem sólidos, o mercado de trabalho continua a criar emprego a taxas elevadas, o turismo mantém-se dinâmico e o mercado imobiliário está a ganhar ímpeto. Apesar da subida registada nos últimos meses, principalmente devido aos preços da energia, a inflação mantém-se contida, abaixo da média da Zona Euro e até melhor do que as nossas previsões.

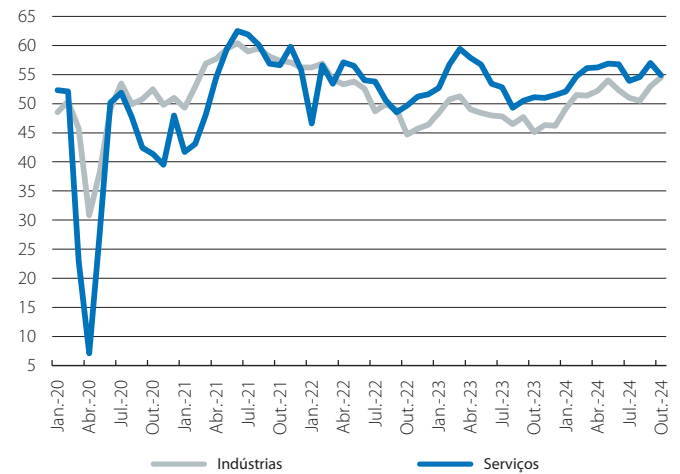
Quanto aos indicadores de consumo, as vendas a retalho (excluindo estações de serviço e a preços constantes) cresceram 3,4% em termos homólogos em outubro (2,5% no 3T). Em contrapartida, os registos de automóveis ligeiros de passageiros aumentaram 6,8% em termos homólogos em outubro-novembro, contra um aumento de 1,7% no trimestre anterior. Em outubro, o indicador de consumo do Caixa Bank Research mostra uma recuperação dos gastos com cartões espanhóis para 4,8% em termos anuais, acima da média do 3T de 3,2%; as estatísticas de novembro apontam para um grande enfraquecimento (até ao dia 21, um aumento de 0,9% em termos homólogos), condicionado por um efeito de base desfavorável (novembro de 2023 foi um mês excepcionalmente dinâmico) e, em menor grau, pelo impacto da DANA na Comunidade Valenciana (para mais informações, ver Focus «Impacto económico das inundações na província de Valência» do presente relatório). Finalmente, as chegadas de turistas estrangeiros em outubro aceleraram para uma taxa anual de 9,5%, em comparação com um crescimento de 7,8% no 3T.

Relativamente à oferta, observam-se sinais contraditórios: enquanto a indústria regista uma melhoria após a fraqueza da primeira parte do ano, os serviços mostram uma certa perda de dinamismo. Por conseguinte, o PMI da indústria transformadora atingiu uma média de 53,8 pontos em outubro-novembro, claramente acima do limiar de crescimento (50) e do valor do 3T (51,5), enquanto o indicador análogo para o setor dos serviços enfraqueceu ligeiramente para 54,0 pontos em média até agora neste trimestre, contra 55,2 pontos no trimestre anterior; consequentemente, o índice composto situou-se em 54,2 pontos, em comparação com 54,4 pontos no 3T. A melhoria da atividade industrial reflete-se também na recuperação do índice de produção industrial, que cresceu 1,9% em termos homólogos em outubro (0,6% no 3T).

A despeito do ligeiro abrandamento em novembro, o mercado de trabalho continua a ter um bom desempenho. Depois do forte aumento registado no mês anterior, a criação de emprego abrandou ligeiramente em novembro. As inscrições diminuíram em 30.051 pessoas, o que é típico para o mês, mas excede as quedas registadas em novembro do ano passado (-11.583) e na média pré-pandemia (-23.219 no período 2014-2019). O emprego, em termos corrigidos de sazonalidade, con-

### Espanha: PMI

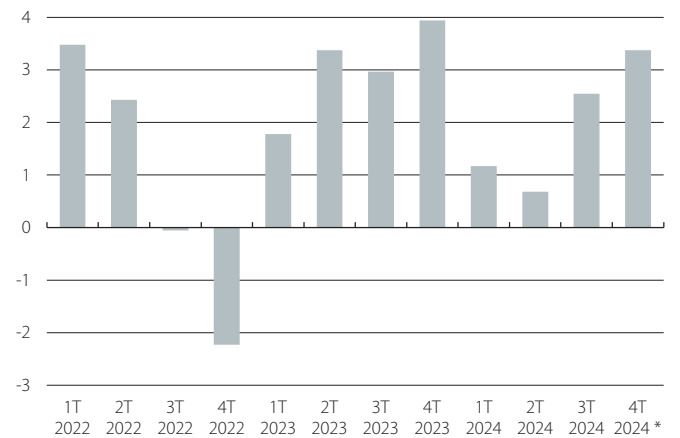
Nível



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

### Espanha: índice do comércio retalhista

Variação homóloga (%)

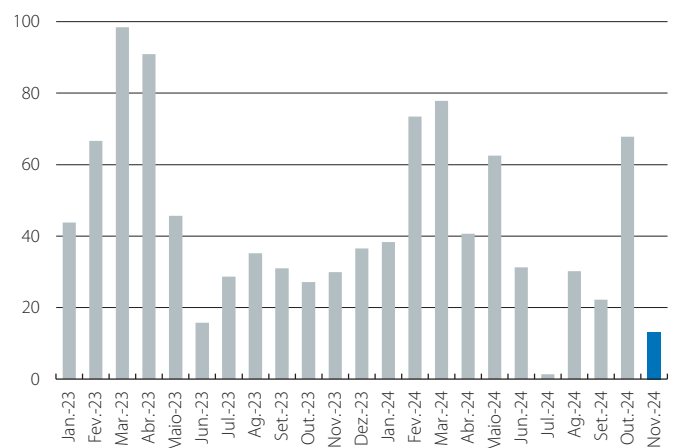


Notas: \* Dados de outubro. Dados sem estações de serviço, em termos reais e corrigidos de efeitos sazonais e de calendário.

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

### Espanha: variação mensal das inscrições na Segurança Social

(Milhares)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade.

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

tinua a ser criado (+13.116), pelo que o crescimento trimestral das inscrições até ao 4T é de 0,5%, contra 0,3% no trimestre anterior. Entretanto, o desemprego registado aumentou 16.036 para 2,586 milhões, uma queda inferior à de novembro do ano passado (-24.573), mas que contrasta com a habitual subida num mês de novembro (+1.506 em média em 2014-2019).

**A inflação está a aumentar devido a componentes mais voláteis.** Na sequência do abrandamento da inflação no 3T, tanto em outubro como em novembro assistiu-se a uma recuperação devido à componente energética, embora as tendências subjacentes se mantenham em baixa. Conforme os dados avançados, a inflação global situou-se em 2,4% em novembro, mais 0,6 p.p. do que em outubro, impulsionada pelo aumento dos preços da eletricidade e dos combustíveis; enquanto a taxa subjacente, que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados, desceu 1 décimo de ponto percentual para 2,4%. As perspetivas da inflação para os próximos meses são favoráveis, embora o aumento do IVA sobre os produtos alimentares de primeira necessidade e a eletricidade, bem como a supressão dos subsídios aos transportes, a partir de janeiro, pressionem os preços no sentido da alta.

**O excedente da balança corrente continua a aumentar.** O saldo da balança corrente até setembro, em termos acumulados de 12 meses, apresenta um excedente de 3,1% do PIB, mais 0,4 pontos percentuais do que no conjunto de 2023 e o melhor valor desde 2016; esta melhoria do saldo externo deve-se principalmente à energia e ao turismo. Em contrapartida, o défice da balança comercial de bens diminuiu para 2,1% do PIB (-2,3% em 2023), graças à correção do défice energético (-1,9% vs. -2,2%), num contexto de queda prolongada dos preços (-4,6% em 2024 e -14,1% acumulado desde 2022), enquanto o défice dos bens não energéticos estabilizou em 0,1% do PIB. Nos serviços, a balança dos serviços não turísticos regista um excedente de 2,2% do PIB (2,3% no ano passado), enquanto o excedente do turismo atinge um novo recorde de 4,3% do PIB (3,9% em 2023). Os últimos dados sugerem que 2024 poderá ser mais um ano histórico para o setor do turismo: no período de janeiro a outubro, chegaram quase 82,9 milhões de turistas internacionais, que gastaram cerca de 111.000 milhões de euros, o que representa um crescimento de 10,8% e 16,8% em termos homólogos, respetivamente.

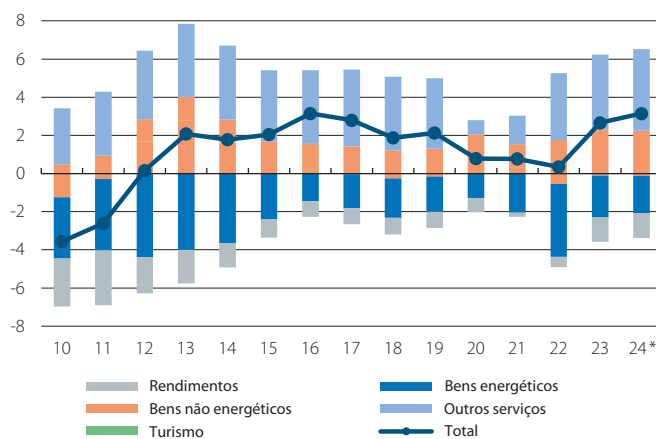
**A compra e venda de casas dispara.** As vendas de habitação registaram uma forte retoma em setembro (41,5% em termos homólogos) e em todos os tipos de imóveis (55% novos e 38% usados). Até agora, este ano, foram concluídas cerca de 468.000 transações, um aumento de 3% em relação ao mesmo período de 2023, refletindo uma clara recuperação da atividade em comparação com as quedas registadas no ano passado (-10,2% em média em 2023). Este aumento das transações, combinado com o menor dinamismo da nova oferta, exerce uma pressão no sentido da subida dos preços. Com efeito, tanto o valor de avaliação do MIVAU (6,0% em termos homólogos vs. 5,7% anteriormente) como, sobretudo, o índice de preços da habitação do INE (8,2% vs. 7,8%) voltaram a acelerar fortemente no 3T 2024.

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



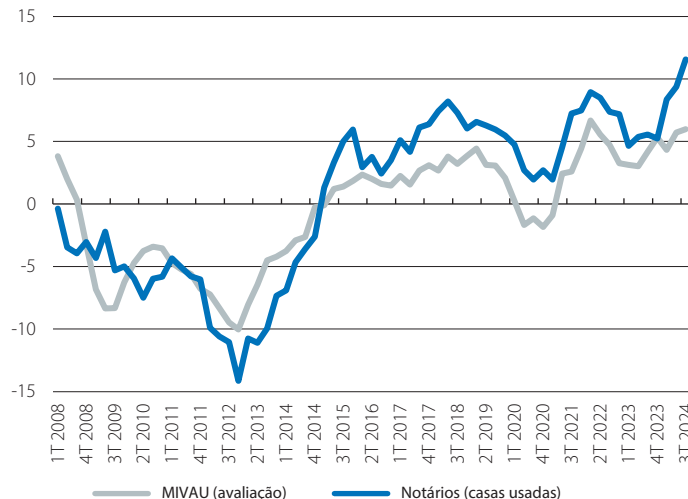
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

**Espanha: balança corrente**  
(% do PIB)



Notas: Dados acumulados para os 12 meses até setembro. Dados sobre bens de acordo com a classificação SITC.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

**Espanha: preço da habitação**  
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do MITMA e do INE.

## Impacto económico das inundações na província de Valência

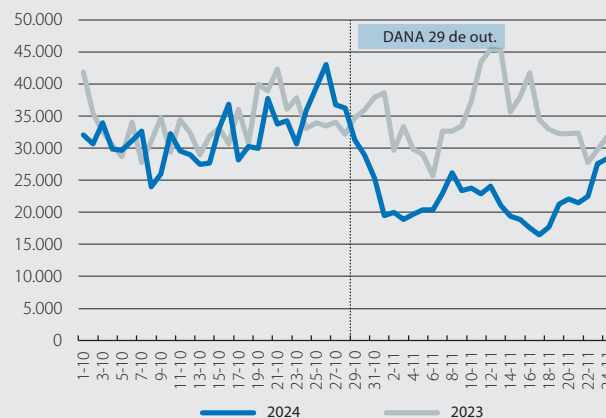
Os efeitos económicos das inundações causadas pela DANA de 29 de outubro de 2024 em Valência são difíceis de estimar, mas as informações disponíveis permitem fazer uma primeira aproximação do seu impacto na atividade económica. Tal como veremos em pormenor mais adiante, estimamos que o impacto no crescimento do PIB seja negativo no 4T deste ano, mas não esperamos que ponha em causa a nossa previsão de 2,8% para a Espanha no seu conjunto em 2024. No horizonte de 2025, as obras de reabilitação e reconstrução e as compras de bens duradouros (mobiliário, eletrodomésticos, veículos, etc.) deverão contribuir de forma líquida positiva para o crescimento do PIB da economia espanhola no seu conjunto.<sup>1</sup>

### Área afetada pela DANA e impacto por setores de atividade em Valência

A província de Valência contribui com 5% do PIB de Espanha e 53% do PIB da Comunidade Valenciana. Do ponto de vista demográfico, a província conta com cerca de 2,66 milhões de habitantes, dos quais 1 milhão vive nos 75 municípios atingidos pelas inundações.<sup>2</sup> Destes, 15 municípios foram afetados de forma muito grave (zona zero), com uma população de 265.000 habitantes, 10% do total da província e 0,5% da população espanhola.<sup>3</sup>

Setores mais afetados pelas inundações são a agricultura, que representa 2,2% do VAB da província de Valência; indústria transformadora, com um peso de 15,3% na

### Exportações a partir do porto de Valência (Toneladas)



Fonte: BPI Research, a partir do IMF Portwatch.

estrutura produtiva da região; e comércio, transportes e hotelaria e lazer, que representam 24% do VAB.

O setor mais diretamente afetado é o setor agroalimentar: cerca de metade da superfície agrícola utilizável é afetada e as perdas de produção, que se verificaram também a meio da época de colheita, atingem, em alguns casos, 100%. Os dióspiros, os citrinos, o arroz e as vinhas foram os mais afetados. Um balanço provisório do Ministério da Agricultura, Pescas e Alimentação estima que 49.000 produtores e 70.000 hectares foram afetados pela tempestade.<sup>4</sup>

### População e despesas presenciais com cartões espanhóis na zona afetada

Afetação	Número de municípios	População			Despesas com cartões espanhóis (de 1 a 28 de outubro)	
		Habitantes	(% província)	(% Espanha)	(% província)	(% Espanha)
<b>Municípios afetados *</b>	75	1.006.282	37,9	2,1	30,4	1,5
Zona zero	15	265.044	10,0	0,5	9,6	0,5
Resto de afetados	60	741.238	27,9	1,5	20,8	1,0
<b>Municípios não afetados</b>	191	1.650.009	62,1	3,4	69,6	3,4
<b>Província de Valência</b>	266	2.656.291	100,0	5,5	100,0	4,9

Notas: \* Os municípios em causa são os 75 municípios da província de Valência incluídos no RDL 6/2024. Os 15 municípios da zona zero são retirados do relatório Dados económicos das empresas industriais, de construção e de serviços dos 68 municípios mais afetados pela DANA, da Câmara de Comércio de Valência, publicado a 6 de novembro.

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e dados internos do CaixaBank.

1. É de notar que, em caso de catástrofe natural, a destruição de capital produtivo não é diretamente contabilizada no PIB, uma vez que representa uma perda de riqueza.
2. O Real Decreto-lei 6/2024, de 5 de novembro, que adota medidas urgentes de resposta aos danos causados pela depressão isolada de nível alto (DANA), abrange 74 municípios da província de Valência e as comarcas a sul da cidade de Valência. Inclui também três municípios fora da província de Valência (Alahurín de la Torre, em Málaga; Letur, em Albacete; e Mira, em Cuenca). A Generalitat Valenciana alargou a lista a mais 15 municípios (resolução de 19 de novembro).
3. Os municípios da zona zero são retirados do relatório Dados económicos das empresas industriais, de construção e de serviços dos 68 municípios mais afetados pela DANA, da Câmara de Comércio de Valência, publicado a 6 de novembro. Os 15 municípios da zona zero e o seu número de habitantes (entre parêntesis) são os seguintes: Alaquàs (29.825), Albal (17.024), Aldaia (33.376), Alfafar (21.879), Algemesí (27.438), Benetússer (15.879), Beniparrell (2.074), Catarroja (29.316), Chiva (16.750), Llocnou de la Corona (124), Massanassa (10.146), Paiporta (27.184), Picanya (11.760), Sedaví (10.637) e Utiel (11.632).
4. Esta estimativa inclui 34 municípios da província de Almería incluídos no Real Decreto Lei 7/2024.



A indústria também tem um peso elevado na área afetada pela DANA. Mais especificamente, a zona representa 2,7% das empresas industriais e 3,6% do emprego na indústria em Espanha, em comparação com 2% do total das empresas e 1,9% do emprego total. As inundações atingiram zonas industriais e centros logísticos, muitos deles ligados à atividade de exportação marítima: os dados diários sobre a atividade portuária mostram uma queda acentuada das exportações do porto de Valência na sequência da DANA (-30% em termos anuais na primeira semana e -47% na segunda semana), embora os últimos dados mostrem uma normalização dos fluxos comerciais (-5% em termos anuais nos sete dias até 24 de novembro).

O comércio retalhista também foi gravemente afetado. Estima-se que, segundo a Câmara de Comércio de Valência,<sup>5</sup> mais de 5.000 empresas poderiam ter sofrido danos diretos, 67,6% dos quais teriam sofrido danos graves. Paralelamente, as zonas afetadas albergam cerca de 21.000 estabelecimentos de serviços (hotéis, cabeleireiros, academias, clínicas, oficinas, etc.), 42% dos quais terão sofrido danos graves.

Os dados internos do CaixaBank sobre os pagamentos com cartão nos terminais POS da zona afetada permitem avaliar o alcance e a intensidade do impacto inicial no comércio, bem como acompanhar em tempo real o grau de recuperação das zonas em função do grau de impacto. Deste modo, na primeira semana após o DANA, mais de 90% dos comércios situados na zona zero não puderam abrir as suas portas, com a consequente diminuição do volume de negócios (-83% em relação ao ano anterior).<sup>6</sup> Nos restantes concelhos afetados, mas fora do zona zero, o impacto foi significativo, mas de menor intensidade: 30% das lojas não tiveram qualquer atividade durante a primeira semana, mas rapidamente evoluíram de forma muito semelhante ao resto dos municípios não afetados, e o seu volume de negócios praticamente não diminuiu (-2% em termos anuais na primeira semana), possivelmente devido a um efeito de substituição das lojas da zona que foram afetadas.

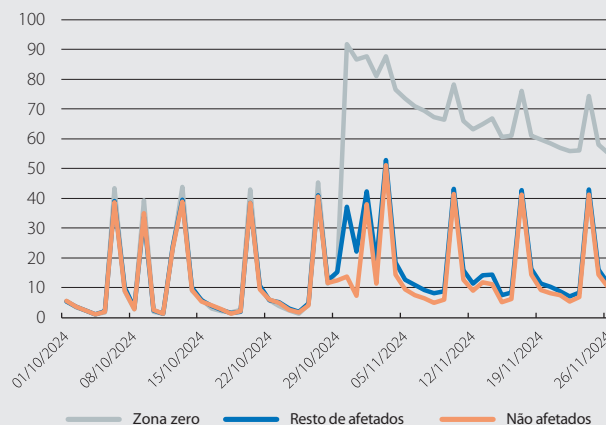
Em contrapartida, a recuperação do comércio na zona zero é muito lenta: na semana de 20 a 26 de novembro,<sup>7</sup> as despesas presenciais com cartões espanhóis continuaram a ser 60% inferiores às da mesma semana do ano passado. Numa análise por categoria de despesa, o comércio a retalho (têxteis, mobiliário, eletrodomésticos, etc.) quase não recuperou (-85% em termos homólogos e 76% das empresas

5. Ver o Relatório de avaliação provisória dos danos causados à atividade comercial retalhista nos municípios afetados pela DANA, da Câmara de Comércio de Valência, de 12 de novembro.

6. Calculamos o número de lojas fechadas a partir do número de lojas sem atividade nos respetivos POS.

7. Última semana com dados disponíveis no momento da redação. O Monitor do Consumo BPI Research contém atualizações semanais destes dados que podem ser consultadas no nosso site.

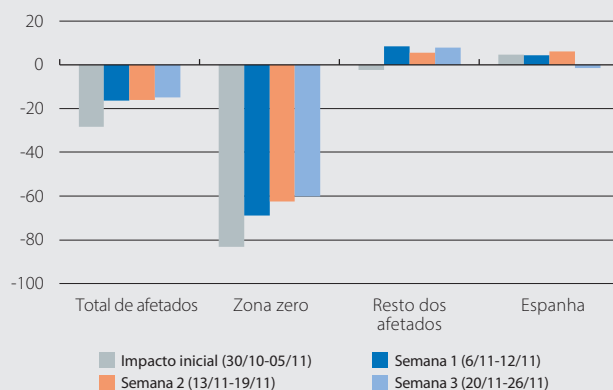
### Lojas inativas na província de Valência, devido à zona afetada pela DANA (% sobre o total) \*



Notas: \* Lojas sem atividade no seu POS no dia selecionado. Os picos de inatividade antes da DANA correspondem a domingos e outros feriados.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados internos do CaixaBank.

### Despesas com cartões das famílias na área afetada

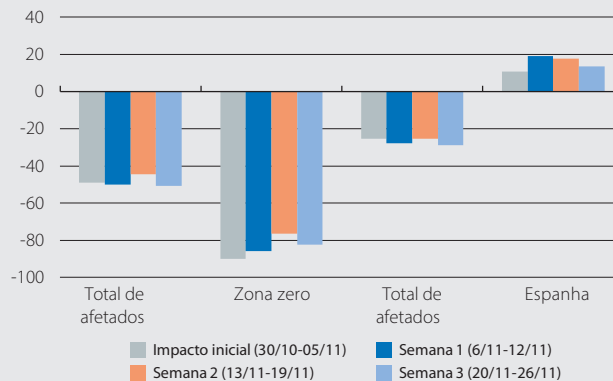
Variação em relação aos mesmos dias do ano anterior (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados internos do CaixaBank.

### Despesas presenciais com cartões feitas por estrangeiros na província de Valência, por zona afetada pela DANA

Variação em relação aos mesmos dias do ano anterior (%)\*



Fonte: BPI Research, a partir dos dados internos do CaixaBank.



comerciais inativas). O setor do lazer e da hotelaria regista uma ligeira melhoria em relação à primeira semana após o DANA, mas o impacto é ainda muito significativo (-51% do volume de negócios em termos homólogos e 61% das lojas inativas). Já os produtos básicos (mercearias e farmácias) apresentam um melhor desempenho: -42% em termos de volume de negócios e 45% de lojas inativas na semana de 20-26 de novembro, contra -71% em termos de volume de negócios e 80% de lojas inativas na primeira semana. A destruição total de muitas instalações no rés do chão significa que uma percentagem destas empresas, difícil de quantificar, será forçada a encerrar definitivamente.

Por outro lado, as despesas com cartões estrangeiros permitem-nos aproximar o grau em que o setor do turismo foi afetado.<sup>8</sup> Na primeira semana após a DANA, os gastos por estrangeiros caíram para zero (-90% em termos homólogos) e o grau de recuperação é muito limitado (-82% em termos homólogos na semana de 20-26 de novembro). As despesas internacionais no resto dos municípios afetados diminuíram menos na primeira semana (-25% em relação ao ano anterior), mas não deram sinais de melhoria (-29% na semana de 20 a 26 de novembro), um valor que contrasta com o aumento das despesas turísticas internacionais no conjunto de Espanha (14% em relação ao ano anterior) e que pode ser atribuído ao impacto das inundações nas infraestruturas necessárias para o transporte de turistas e ao efeito negativo das notícias da catástrofe sobre os potenciais visitantes. No entanto, o impacto nas infraestruturas turísticas e na indústria hoteleira foi limitado, o que deverá permitir a recuperação do setor nas próximas semanas.

### Impacto macroeconómico da DANA

Consideramos que a devastação da DANA poderia subtrair entre 1 e 2 décimos p. p. ao PIB espanhol no 4T 2024, uma estimativa sujeita a um elevado grau de incerteza. Pressupõe-se um elevado grau de impacto no setor primário, um impacto moderado na indústria e um impacto mais suave no comércio (efeito de substituição) nos últimos dois meses do ano. Os trabalhos iniciais de limpeza e reconstrução moderarão o impacto na atividade económica.

No que respeita à estimativa para 2025, a evidência empírica sobre o impacto das catástrofes naturais no PIB revela geralmente que este é limitado e transitório, embora o impacto negativo continue a dominar um ano mais tarde.<sup>9</sup> Em qualquer caso, as estimativas estão sujeitas a um

elevado grau de incerteza e dependerão, em grande medida, da magnitude do esforço de investimento na reconstrução e substituição do capital destruído, bem como das medidas de apoio que forem implementadas. Para o efeito, o Governo aprovou medidas que ascendem a 16.600 milhões de euros em ajudas, garantias e investimentos (1,1% do PIB). A incidência deste pacote no défice público em 2024 deverá ser irrelevante, uma vez que a maior parte se concretizará em 2025 e, além disso, 5.000 milhões são garantias geridas pelo ICO. Calculamos que a distribuição desta ajuda, bem como os investimentos para a reconstrução, poderão contribuir para um impacto positivo no PIB espanhol em 2025 entre 1 e 3 décimos de ponto percentual (já sem os efeitos perturbadores que poderão persistir nos próximos trimestres).

Ao longo das próximas semanas, continuaremos a monitorizar os gastos com cartões na província de Valência, a fim de acompanhar em tempo real a evolução do consumo e o grau de reabertura do comércio na zona afetada.

O aquecimento global significa que se espera que os fenómenos meteorológicos extremos se tornem mais frequentes e mais intensos. Os estragos causados pela DANA em Valência devem fazer-nos refletir sobre a necessidade de investir na mitigação e adaptação às alterações climáticas em regiões particularmente vulneráveis.

8. Conforme dados internos do CaixaBank, o gasto turístico internacional nos municípios mais afetados pela DANA (zona zero) representa 7,3% do gasto turístico internacional da província (33% das despesas são efetuadas na cidade de Valência). O peso das despesas dos turistas internacionais e nacionais na província divide-se quase por igual.

9. Com base em dois exercícios econométricos diferentes, assentes em dados históricos sobre catástrofes naturais e no furacão Katrina, o Banco de Espanha estima um impacto negativo de 0,2 p.p. no PIB, que não aumenta um ano mais tarde.

## A importância do intercâmbio de bens entre Espanha e os EUA

Após a vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais norte-americanas, a política comercial restritiva por ele prevista poderá incluir um aumento significativo dos direitos aduaneiros, o que teria um efeito negativo significativo na Europa, dado que os direitos aduaneiros atuais sobre as importações europeias são muito baixos. Relativamente a Espanha, o impacto que esta medida poderá ter é analisado no Focus «Impacto do aumento das tarifas nas exportações espanholas para os EUA : que setores poderão ser mais afetados», incluído neste relatório, enquanto neste artigo nos centramos no papel desempenhado pela economia dos EUA nas relações comerciais de Espanha. Podemos afirmar que, de um modo geral, embora a Espanha seja um parceiro comercial relevante,<sup>1</sup> a sua exposição aos EUA é relativamente baixa, embora exista um elevado grau de heterogeneidade entre setores.

Quanto às exportações, os EUA são o sexto destino dos produtos espanhóis – o segundo país extracomunitário depois do Reino Unido – com 18.700 milhões de euros em 2024 (dados acumulados para os 12 meses até setembro), o que representa 4,9% do total das vendas de produtos espanhóis no estrangeiro. Este é um valor que tem vindo a crescer nos últimos anos, passando de 4,5% no período pré-pandémico (média 2014-2019), embora esteja longe do peso de Itália (10,7%), Alemanha (9,9%) ou França (7,3%). As exportações espanholas para os EUA representam, em termos de PIB, cerca de 1,3%, muito abaixo da média da Zona Euro (3,1%) ou de países como a Alemanha e a França (3,8% e 1,6%, respetivamente).

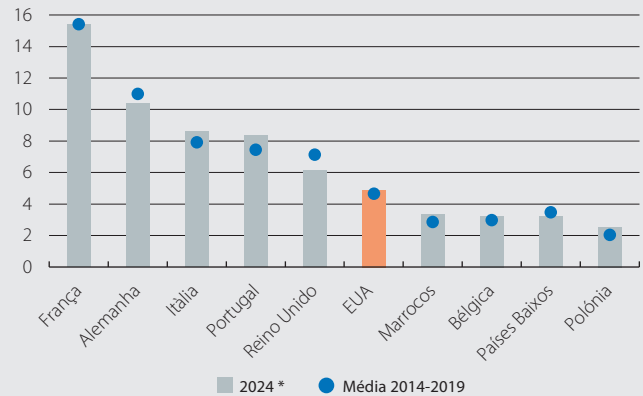
Numa análise por grupos de produtos, os produtos mais exportados são os bens de equipamento – principalmente máquinas industriais e aparelhos elétricos – e os bens semitransformados – basicamente produtos químicos –, que representam quase 60,0% do total; a uma certa distância estão os géneros alimentícios (quase 18,0%), com especial protagonismo dos óleos e gorduras.

Embora o peso do total das exportações para os EUA não pareça ser muito elevado, se analisarmos o papel do mercado dos EUA de acordo com os produtos exportados, podemos observar algumas diferenças. Por conseguinte, há bens em que a dependência do mercado dos EUA é mais intensa; por exemplo, 7,5% das exportações de bens de equipamento e 5,6% das exportações de bens semitransformados têm como destino os EUA, destacando-se no primeiro caso os motores (17,6%) e os materiais de

1. Considerando o comércio total (exportações e importações), os EUA são o sexto maior parceiro comercial de Espanha e o segundo maior parceiro comercial fora da UE, apenas atrás da China.

### Espanha: principais destinos das exportações de bens

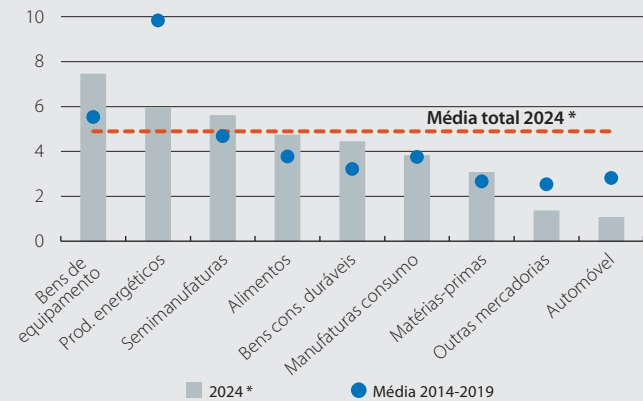
(% sobre o total)



Nota: \* Dados acumulados para os 12 meses até setembro.  
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DataComex.

### Espanha: exportações de bens para os EUA por grupo de produtos

(% das exportações totais de cada produto)



Nota: \* Dados acumulados para os 12 meses até setembro.  
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DataComex.

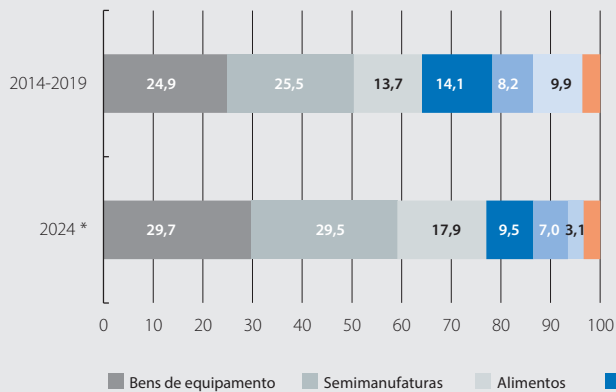
construção (13,5%). Nos géneros alimentícios, embora globalmente estejam abaixo da média (4,7% das suas vendas para os EUA), destacam-se os óleos e gorduras, com 14,0%.

Examinando a evolução mais recente das exportações para os EUA, verifica-se que estas interromperam a forte trajetória expansionista iniciada após a pandemia e acumulam dois anos de quedas, de 0,3% em 2023 e de 1,2% em termos homólogos em janeiro-setembro deste ano. De qualquer forma, em comparação com o período 2014-2019, em 2024 (dados anualizados até setembro) crescem 55,0%, acima dos 43,9% registados para o total das exportações.

O terceiro gráfico mostra a contribuição de diferentes grupos de produtos para o crescimento das exportações para

### Espanha: exportações por grupo de produtos para os EUA

Peso sobre o total (%)



Nota: \* Acumulado de 12 meses até setembro.

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

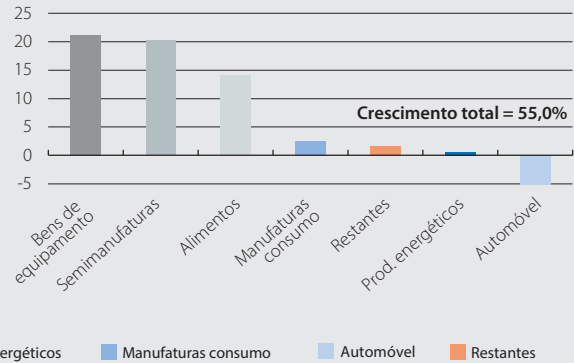
os EUA entre 2014-2019 e 2024 (dados acumulados até setembro). A quase totalidade do crescimento verificado neste período é explicada pelas principais rubricas (bens de equipamento, bens semitransformados e produtos alimentares) que, conseqüentemente, aumentaram o seu peso no total. Em termos mais desagregados, destacam-se os óleos e gorduras e, sobretudo, os produtos químicos, que contribuíram com 6,3 e 12,9 pontos, respetivamente, para o crescimento (ou seja, ambos representam 35% do crescimento total). Em contrapartida, as únicas exportações que contribuíram negativamente foram as do setor automóvel, que viram a sua quota cair consideravelmente para 3,1%, menos de um terço do que era em 2014-2019.

Quanto às importações provenientes dos EUA, ascenderam a 28.380 milhões de euros em 2024 (dados anualizados até setembro), 6,7% do total, o que faz deste país o nosso quinto fornecedor – o segundo fora da UE, depois da China –; esta percentagem registou um aumento relativamente forte nos últimos anos, passando de 4,5% em 2014-2019. A Espanha compra principalmente produtos energéticos aos EUA (35,2% do total), bens semitransformados (29,2%), especialmente produtos químicos, e bens de equipamento (21,4%), especialmente equipamento de transporte e motores.

Importa destacar as importações de energia, que, após o início da guerra na Ucrânia, dispararam, impulsionadas pela compra de gás natural liquefeito (GNL).<sup>2</sup> A este respeito, a Espanha compra atualmente um sexto do total das importações de energia dos EUA – quando antes da pandemia o peso era de 3,5% – e 8,6% dos produtos

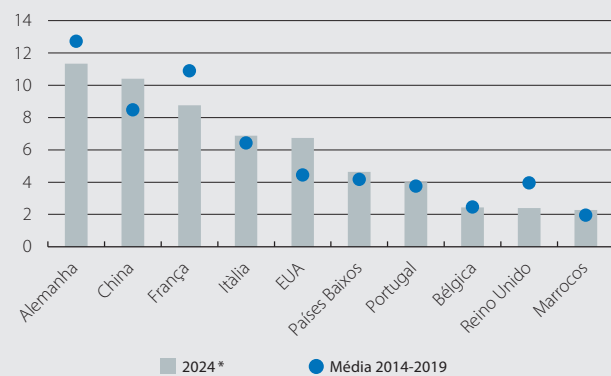
2. Numa altura em que as circunstâncias tornaram necessário reduzir a dependência energética da Rússia, e aproveitando o facto de Espanha ser o país da UE com maior capacidade de regaseificação (7 centrais), as importações de GNL dos EUA passaram de pouco mais de 1 milhão de toneladas (273 milhões de euros) na média 2014-2019 para 4,2 milhões de toneladas (2.017 milhões de euros) em 2024 (dados anualizados até setembro), atingindo um máximo de 8,43 milhões de toneladas e 8.905 milhões de euros em 2022.

Contribuição para o crescimento 2024\* em relação à média 2014-2019 (p. p.)



### Espanha: principais origens das importações de mercadorias

(% sobre o total)

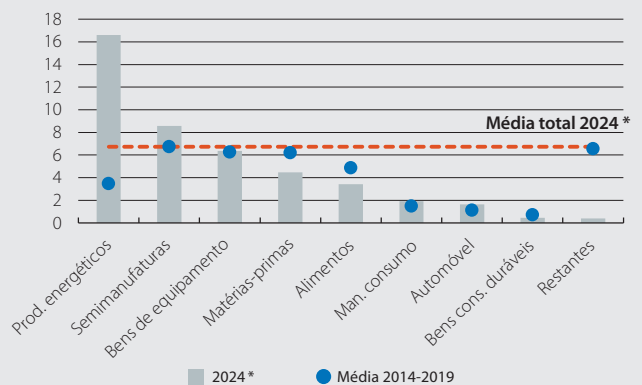


Nota: \* Dados acumulados para os 12 meses até setembro.

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

### Espanha: importações de mercadorias dos EUA por grupo de produtos

(% das importações totais de cada produto)

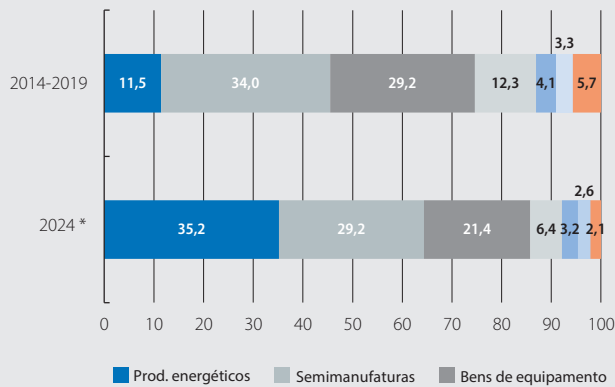


Nota: \* Dados acumulados para os 12 meses até setembro.

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

### Espanha: importações por grupo de produtos dos EUA

Peso sobre o total (%)



Nota: \* Acumulado de 12 meses até setembro.

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

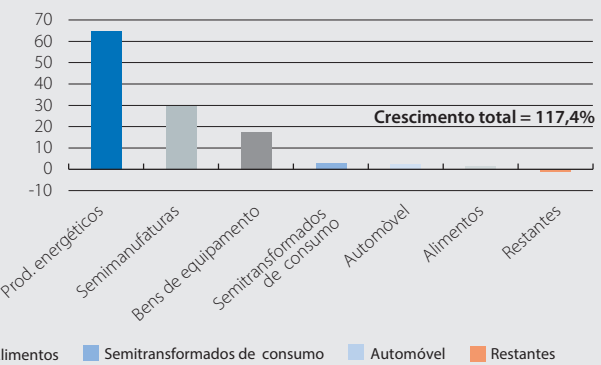
semitransformados, especialmente produtos químicos (11,5%). Entre os bens de equipamento, onde o peso das compras aos EUA é semelhante à média (6,4%), destacam-se o equipamento de precisão (11,4%), o equipamento de transporte (14,5%) e, sobretudo, os motores (44,3%).

As importações dos EUA seguiram, nos últimos anos, um padrão semelhante ao das exportações: uma queda acentuada em 2023 (-16,3%) seguida de uma ligeira recuperação este ano (0,5% em termos homólogos em janeiro-setembro), que não compensou o crescimento extraordinário em 2021-2022, de modo que, com dados acumulados para os 12 meses até setembro de 2024, eles mais do que duplicam a média 2014-2019 (excedendo-a em 117,4%, em comparação com 43,9% para o total das importações).

Mais de metade do crescimento acumulado das importações entre 2014-2019 e 2024 é assegurado pela componente energética, que triplicou o seu peso no total, atingindo 35,2% (é o único grupo a aumentar a sua quota). A indústria semitranformadora e os bens de equipamento estão muito atrás: os primeiros incluem os produtos químicos, que representam cerca de 25% do crescimento total das importações.

Finalmente, o comércio com os EUA apresenta tradicionalmente um saldo deficitário para a Espanha, que nos últimos anos se alargou consideravelmente, condicionado pelo saldo energético. Por conseguinte, o défice em 2024 (9.644 milhões de euros, dos quais 8.212 milhões provenientes da energia) é 10 vezes superior à média de 2014-2019 (972 milhões) e o segundo maior do país, apenas ultrapassado, de longe, pelo défice com a China (36.287 milhões).

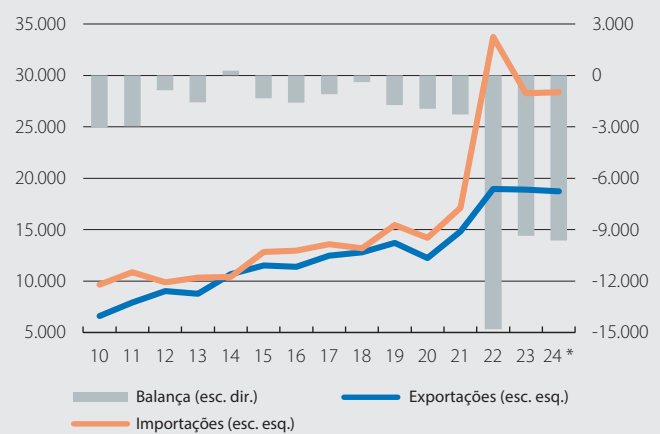
### Contribuição para o crescimento 2024\* em relação à média 2014-2019 (p. p.)



### Espanha: trocas comerciais com os EUA

(Milhões de euros)

(Milhões de euros)

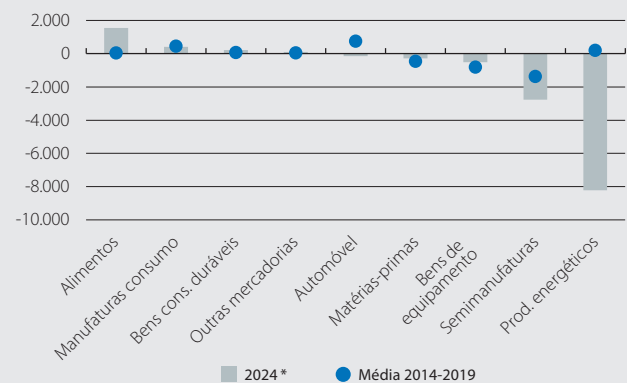


Nota: \* Dados acumulados para os 12 meses até setembro.

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

### Espanha: balança comercial com os EUA por grupo de produtos

(Milhões de euros)



Nota: \* Dados acumulados para os 12 meses até setembro.

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

## Impacto do aumento dos direitos aduaneiros nas exportações espanholas para os EUA: quais são os setores que poderão ser mais afetados?

As exportações de bens para os EUA em Espanha representaram 4,9% do total das exportações em 2023, ou seja, 1,25% do PIB. Como foi referido no Focus anterior, a exposição da Espanha aos EUA é relativamente baixa, embora exista uma heterogeneidade substancial entre os setores.

Os direitos aduaneiros atualmente aplicados pelos EUA às exportações espanholas variam consideravelmente em função do produto. Em Espanha, as tarifas *ad valorem*<sup>1</sup> aplicadas correspondem ao regime da nação mais favorecida (*most favored nation*), a tarifa geral não discriminatória dos EUA, desde que o produto não esteja sujeito a restrições especiais. Recentemente, um exemplo seria o dos direitos aduaneiros impostos pelos EUA a certos produtos agroalimentares espanhóis entre outubro de 2019 e março de 2021, em resultado do litígio sobre os auxílios estatais no setor da aeronáutica.<sup>2</sup>

Para medir o impacto de um aumento para 10% das tarifas *ad valorem* proposto pela nova Administração Trump, é essencial considerar dois aspetos fundamentais: o nível inicial de cada direito e a importância do mercado dos EUA para as exportações de cada produto. Deste modo, para cada produto (classificação de 6 dígitos do HS), calculamos o impacto do aumento da tarifa do nível atual para 10%,<sup>3</sup> tendo em conta o valor das exportações de cada produto. Mais adiante, agregamos o resultado por categorias de negociações comerciais multilaterais da OMC.

Tal como indica a tabela, os setores com elevada exposição a aumentos tarifários (maiores exportações para os EUA e tarifas atuais inferiores a 10%) são: produção de bens de capital (máquinas mecânicas, de escritório e informáticas, máquinas elétricas e equipamento eletrónico), minerais e metais, e produtos químicos. Estes setores

### As exportações espanholas de mercadorias para os EUA e o impacto estimado de um aumento dos direitos aduaneiros para 10% e 20%

	Exportações totais		Exportações para os EUA			Direitos aduaneiros atuais (ponderados em função do valor das exportações)	Impacto tarifa de 10% (M€)	Impacto tarifa de 20% (M€)
	(M€)	(% total)	(M€)	(% total)	(% Espanha)			
Máquinas e equipamentos mecânicos, de escritório e informáticos	26.619	6,9	2.728	14,4	10,2	0,8	251	523
Minerais e metais	51.429	13,4	2.978	15,8	5,8	2,4	226	523
Produtos químicos	63.701	16,6	2.678	14,2	4,2	1,9	217	485
Máquinas e aparelhos elétricos e equipamentos eletrónicos	21.503	5,6	1.715	9,1	8,0	0,6	162	333
Material de transporte	69.030	18,0	1.583	8,4	2,3	10,7	85	179
Sementes oleaginosas, gorduras e óleos	7.221	1,9	824	4,4	11,4	0,5	79	160
Outras indústrias	13.031	3,4	718	3,8	5,5	1,1	64	136
Petróleo	19.734	5,1	2.015	10,7	10,2	7,0	61	263
Madeira, papel, móveis	11.387	3,0	508	2,7	4,5	0,9	46	97
Outros	100.034	26,1	3.157	16,7	3,2	–	198	481
<b>Total</b>	<b>383.689</b>	<b>100</b>	<b>18.904</b>	<b>100</b>	<b>4,9</b>	<b>3,1</b>	<b>1.388</b>	<b>3.181</b>
(% do PIB)	<b>25,6</b>		<b>1,3</b>				<b>0,09</b>	<b>0,21</b>

**Notas:** Os dados dos direitos aduaneiros são da OMC e referem-se aos direitos efetivos da NMF. Os dados de exportação são da Datacomex (Alfândega). A análise é efetuada com os produtos a seis dígitos. Na tabela, são agregados de acordo com as categorias NCM, tal como definidas pela OMC de acordo com o Harmonized Commodity Description and Coding System (HS).

**Fonte:** BPI Research, com base nos dados da OMC e da Datacomex para 2023.

1. Direitos aduaneiros em percentagem do preço do produto.

2. A medida afetou 33 produtos agroalimentares e aeronaves. O valor das exportações para os EUA destes produtos em 2019 foi de 953 milhões de euros em 2019 (6,9% do total das exportações para os EUA). Contrariamente ao que seria expetável, entre 2019 e 2021, as exportações destes produtos para os EUA aumentaram mais do que as exportações para outros países (15,3% para os EUA vs. 3,3% para outros destinos). Os maiores aumentos registaram-se no azeite, no vinho e nas bebidas espirituosas, nos aviões e nas conservas de marisco. Por outro lado, as azeitonas de mesa, os citrinos, a carne de porco e alguns queijos foram penalizados.

3. Caso a tarifa atual seja superior a 10%, o valor atual é mantido.

combinam baixos níveis tarifários iniciais com uma maior exposição relativa ao mercado dos EUA, o que amplifica o impacto de qualquer aumento tarifário. O material de transporte, por outro lado, será menos afetado, uma vez que as tarifas atuais, em média, já ultrapassam os 10%, mas estimamos um ligeiro impacto positivo, porque, atualmente, dentro desta categoria, alguns produtos têm uma tarifa inferior a 10%.

No conjunto, o impacto direto estimado do aumento de 10% dos direitos aduaneiros ascenderia a cerca de 1.388 milhões de euros, o que equivale a 0,1% do PIB. Num cenário de aumento dos direitos aduaneiros de 20%, o impacto atingiria 3.181 milhões de euros, ou seja, 0,2% do PIB. Note-se que estas estimativas apenas têm em conta as exportações diretas de Espanha para os EUA. Há outros canais que tornariam o impacto final maior, em particular o impacto indireto do valor acrescentado pela Espanha às exportações de outros países para os EUA. As exportações de produtos alemães para os EUA, por exemplo, têm um certo conteúdo de valor acrescentado produzido em Espanha que seria afetado. Contrariamente, o impacto total final poderia ser atenuado por uma depreciação do euro em relação ao dólar americano, uma repercussão imperfeita dos direitos aduaneiros nos preços de exportação da UE e uma substituição parcial do comércio para países terceiros.

Por último, é de notar que um aumento homogéneo dos direitos aduaneiros sobre todos os países que exportam para os EUA não seria tão prejudicial para a Espanha em comparação, por exemplo, com um cenário de direitos aduaneiros mais cirurgicos, visto que os preços relativos em relação aos rivais comerciais não se alterariam substancialmente.



**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	09/24	10/24	11/24
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	2,0	-1,4	-1,3	-0,5	0,3	0,6	1,1	1,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,5	-7,9	-5,1	-5,5	-3,0	-0,8	-8,0	-5,2
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	53,0	54,5	53,1
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,6	0,5	0,5	6,2	14,0	17,0	17,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,8	-10,2	-10,2	-11,0	-10,0	-1,1	-1,1	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	8,1	...	...	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	12,3	11,9	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	57,0	54,9	53,1
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho <sup>1</sup>	2,3	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	4,2	3,5	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	11,9	4,2	9,6	1,1	6,3	7,2	6,4
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-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	2,5	2,4
<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	09/24	10/24	11/24
Inflação global	8,4	3,5	3,3	3,1	3,5	2,2	1,5	1,8	2,4
Inflação subjacente	5,2	6,0	4,5	3,5	3,0	2,6	2,4	2,5	2,4

**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	09/24	10/24	11/24
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	-1,4	-6,9	-4,9	-1,8	-1,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-7,2	-9,8	-7,1	-3,1	-3,1	...	...
<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>49,3</b>	<b>49,3</b>	...	...
Bens e serviços	12,1	58,8	58,8	60,5	65,4	69,8	69,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-19,1	-19,1	-19,2	-20,2	-20,5	-20,5	...	...
<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>65,4</b>	<b>65,4</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	09/24	10/24	11/24
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,3	4,3	4,7	...
À vista e poupança	3,6	-7,4	-7,4	-5,2	-1,9	-1,6	-1,6	-0,4	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,5	47,5	39,2	...
Depósitos das Adm. Públicas <sup>5</sup>	-0,8	0,5	0,5	-4,6	-4,1	14,8	14,8	17,0	...
<b>TOTAL</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-0,4	-3,4	-3,4	-2,6	-1,3	-0,3	-0,3	0,1	...
Empresas não financeiras	-0,7	-4,7	-4,7	-3,6	-1,8	-0,6	-0,6	-0,1	...
Famílias - habitações	-0,2	-3,2	-3,2	-2,5	-1,5	-0,7	-0,7	-0,3	...
Famílias - outros fins	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,7	1,2	1,2	1,9	...
Administrações Públicas	0,6	-3,5	-3,5	-4,8	-2,7	-5,4	-5,4	-2,4	...
<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>-0,7</b>	<b>0,0</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>	...	...	...	...

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.

## Como é que a desigualdade é definida e medida?

A desigualdade económica é uma preocupação dos cidadãos: para 81% dos europeus, as diferenças de rendimento são demasiado elevadas e 78% consideram que os governos deveriam tomar mais medidas para as reduzir (Eurobarómetro, 2022).<sup>1</sup> Neste Dossier, analisaremos a sua evolução ao longo das últimas décadas, tanto a nível mundial como em Portugal. Antes de passarmos ao que interessa, passamos em revista as principais métricas para acompanhar a evolução da desigualdade e também as diferentes alavancas que podem ser utilizadas para promover uma distribuição mais equitativa do rendimento.

Os rendimentos são a principal variável que determina a prosperidade económica dos indivíduos e, por conseguinte, é utilizado para analisar a desigualdade económica. Um dos índices mais utilizados é o de Gini, devido à sua simplicidade e capacidade de resumir a dispersão de rendimentos num único valor. Trata-se de um índice que assume valores entre 0 (igualdade perfeita) e 100 (desigualdade máxima), o que facilita a comparação entre diferentes países e períodos. O índice de Gini é muito informativo, embora tenha limitações. Não fornece, por exemplo, informações pormenorizadas sobre a distribuição do rendimento nos extremos da distribuição. Para se obter uma imagem mais completa, pode ser útil combinar esta métrica<sup>2</sup> com outras, como os rácios de rendimento para diferentes percentis da distribuição ou a percentagem do rendimento total recebido pelo 1% mais elevado da população. Este último indicador centra-se na concentração do rendimento no topo da distribuição, fornecendo uma imagem da desigualdade extrema. É igualmente importante notar que não é apenas a desigualdade de rendimentos que influencia o bem-estar económico. Por exemplo, a desigualdade de riqueza pode ser diferente da desigualdade de rendimentos, mas também é relevante.

Um nível de rendimento distinto pode ser o resultado de um nível diferente de esforço, formação ou empreendedorismo. Com efeito, numa sociedade meritocrática, é razoável que aqueles que investem mais tempo e recursos na sua formação ou que assumem riscos empresariais recebam maiores recompensas financeiras. Não obstante, uma maior desigualdade de rendimentos pode também resultar do facto de as oportunidades não serem distribuídas de forma equitativa, abrandando assim a mobilidade social ascendente. Aliás, esta segunda razão pode ser particularmente prejudicial para a coesão social. O sentimento de injustiça e a falta de mobilidade social podem levar ao ressentimento e à desconfiança em relação às instituições.

A desigualdade económica pode também levar algumas pessoas a fazer escolhas ineficientes tendo em conta as suas preferências e capacidades. Frequentemente, as pessoas com baixos rendimentos enfrentam sérias restrições à sua capacidade de aceder à informação e aos recursos necessários para tomar decisões em matéria de emprego e educação. A título de exemplo, podem não ter tempo para procurar as melhores oportunidades de emprego ou para investir na sua educação devido à necessidade de trabalhar longas horas para cobrir as suas necessidades básicas. Tal situação não só prolonga a desigualdade, como também resulta numa afetação ineficaz dos recursos humanos, o que pode afetar negativamente o crescimento económico global. Por conseguinte, embora algumas desigualdades de rendimento possam ser justificáveis e benéficas para a economia, é fundamental combater as desigualdades excessivas ou resultantes da falta de oportunidades, para promover uma sociedade justa e coesa.

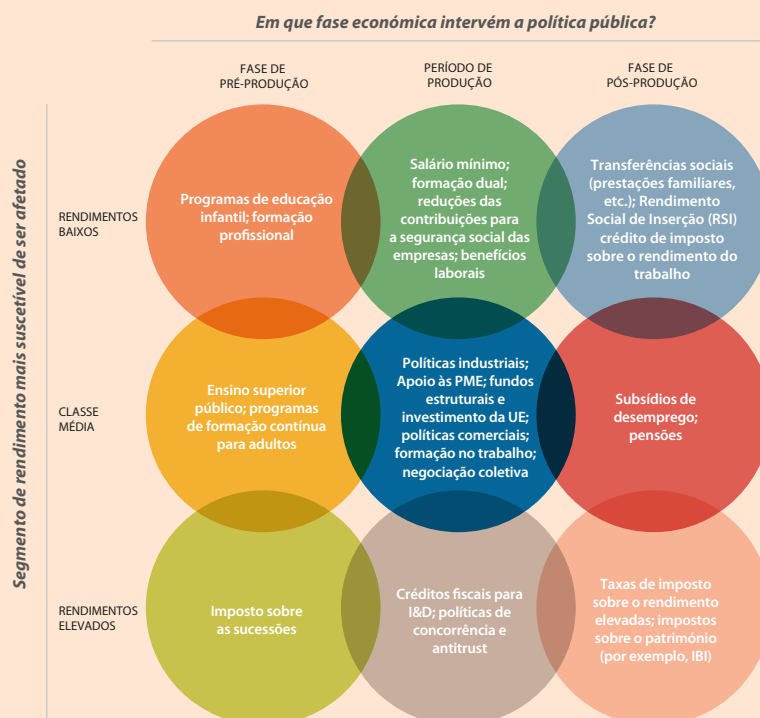
As políticas de redução das desigualdades são tradicionalmente divididas em dois grupos: as que intervêm antes de uma pessoa entrar no mercado de trabalho e começar a gerar rendimentos, e as que intervêm diretamente na distribuição dos rendimentos. Por conseguinte, as medidas de redistribuição, principalmente através de uma tributação progressiva e de um conjunto de prestações públicas, como o subsídio de desemprego, o rendimento mínimo de subsistência, entre outras, reduzem a desigualdade, modificando diretamente a desigualdade de rendimentos. As políticas públicas que visam reduzir as desigualdades *ex ante* são, pelo contrário, as que promovem a igualdade de oportunidades e a empregabilidade. A educação, o emprego e as políticas sociais contribuem para uma maior mobilidade social e assumem uma importância crescente. No domínio da educação, por exemplo, a ação precoce através de intervenções na primeira infância e no ensino primário contribui para aumentar a igualdade de oportunidades. Um terceiro tipo de alavanca está também a ganhar importância, neste caso devido às consequências das mudanças tecnológicas e da globalização sobre a desigualdade em alguns casos. Trata-se de medidas que atuam diretamente sobre aquilo a que Rodrik e Stantcheva chamam a fase de produção.<sup>3</sup> Mais especificamente, são as políticas

1. Special Eurobarometer 529 «Fairness, inequality and inter-generational mobility in 2022». <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2652>

2. Ver Jenkins, S. P. (2024). «Getting the measure of inequality». *Oxford Open Economics*, 3(Suppl. 1), i156-i166.

3. Véase Rodrik, D. e Stantcheva, S. (2021). «A policy matrix for inclusive prosperity», National Bureau of Economic Research, n.º w28736.

## Alavancas para reduzir as desigualdades de rendimento, em função do momento da intervenção pública e do segmento de rendimento visado



**Nota:** Cada uma das políticas pode afetar mais do que um segmento e fase económicos, pelo que o seu estatuto no gráfico ilustra os mais afetados por elas.

**Fonte:** BPI Research, adaptado de Rodrik e Stantcheva (2020).

centradas na melhoria da produtividade, da inovação e, em última análise, do crescimento dos setores mais afetados por estas tendências seculares, como os auxílios à I&D ou as políticas de concorrência.

Resumidamente, para alcançar uma prosperidade inclusiva, as políticas públicas devem atuar em múltiplas dimensões, nas chamadas fases de pré-produção, produção e pós-produção (ver gráfico), e dispor também de diferentes instrumentos de influência. Importa adotar uma abordagem global em matéria de políticas públicas para reduzir as desigualdades existentes e tentar evitar a sua perpetuação no tempo, bem como para promover uma economia mais equitativa e sustentável.

## Desigualdade: máximos e mínimos

Ao contrário da percepção habitual de aumento da desigualdade, a análise da desigualdade global nos últimos 30 anos revela uma história de sucesso: o índice de Gini registou uma descida acentuada e quase ininterrupta entre 1990 e 2019. Tal deve-se ao rápido crescimento económico em países emergentes como a China e a Índia, que retirou milhões de pessoas da pobreza e aumentou a convergência de rendimentos entre países. A pandemia de COVID-19 apenas travou momentaneamente esta evolução positiva da desigualdade mundial (ver primeiro gráfico). Segundo o Banco Mundial, o índice de Gini aumentou 0,7 pontos em relação a um cenário sem pandemia, uma inversão que anula os ganhos dos três anos anteriores. Embora alguns países tenham conseguido aplicar medidas eficazes para atenuar os efeitos negativos da pandemia, outros, em especial as economias mais pobres, assistiram a um aumento da pobreza e da desigualdade.

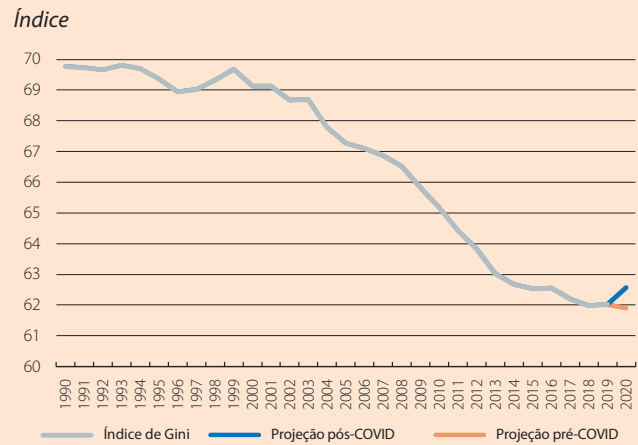
A análise da desigualdade no interior dos países, nomeadamente nos países desenvolvidos, revela, no entanto, um quadro muito diferente. A desigualdade de rendimentos, medida pelo índice de Gini, aumentou nas últimas três décadas em países como os EUA, a Alemanha e mesmo a França (ver segundo gráfico).<sup>1</sup> Não foi o que aconteceu em Portugal: a desigualdade em 2022 era menor do que há duas décadas, apesar do retrocesso nos anos da pandemia e de se manter em níveis mais elevados do que em França e na Alemanha. Uma perspetiva semelhante emerge de medidas alternativas que olham para os extremos da distribuição do rendimento. A parte do rendimento total do 1% do topo da população aumentou nos EUA de 14,7% em 1990 para 20,9% em 2022 e em França de 9,3% para 12,7% (ver terceiro gráfico). No caso português a evolução diferiu, tendo o diferencial entre os 20% da população com rendimentos mais elevados e os 20% com rendimentos mais reduzido diminuído nas duas últimas décadas.

É de salientar que, durante a pandemia de COVID-19, a desigualdade de rendimentos após as transferências foi reduzida nos países desenvolvidos devido aos programas maciços de apoio ao rendimento implementados (como foi o caso do *layoff* simplificado em Portugal). Contudo, sem o apoio público, os rendimentos das famílias trabalhadoras teriam sofrido uma redução significativa.<sup>2</sup>

1. No Reino Unido, o índice de Gini manteve-se em níveis semelhantes ao longo das últimas três décadas, embora a desigualdade tenha aumentado nos extremos, o que é melhor captado por medidas como a parte do rendimento do 1% do topo.

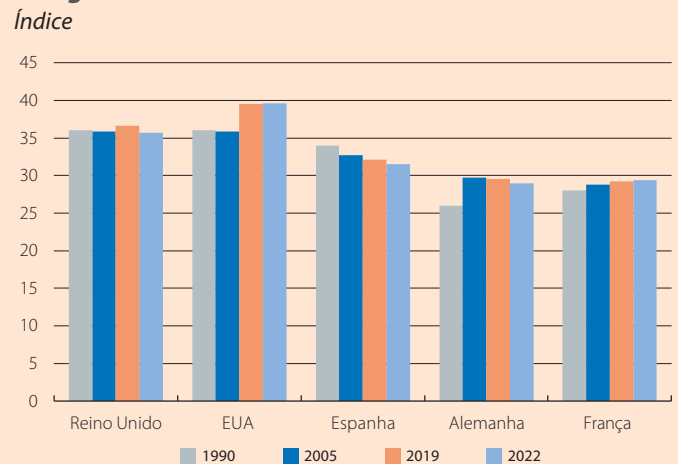
2. Ver Stantcheva, S. (2022). «Inequalities in the times of a pandemic». *Economic Policy*, 37(109), 5-41.

### Desigualdade de rendimentos a nível mundial: Índice de Gini



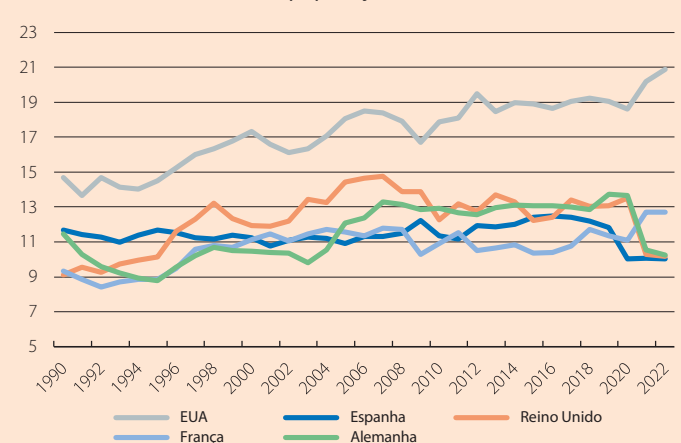
Nota: Para 2020, ambos os valores correspondem a projeções estimadas pelo Banco Mundial.  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do WorldBank (Atlas of Sustainable Development Goals 2023).

### Desigualdade de rendimentos: Índice de Gini



Nota: Índice de Gini após transferências públicas a nível do agregado familiar.  
Fonte: BPI Research, com base em dados da OCDE (Income Distribution Database), INE (Espanha, 1990) e INSEE (França, 1990).

### Desigualdade de rendimentos: rendimento total nas mãos do 1% mais rico da população (% do rendimento de toda a população)



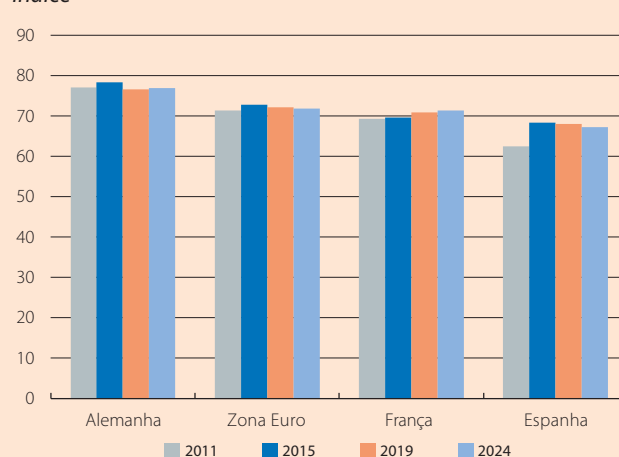
Nota: Rácio entre o rendimento antes de impostos do 1% mais rico da população e o rendimento total.  
Fonte: BPI Research, a partir de dados de World Inequality Database.

Outro vetor importante das desigualdades económicas é a distribuição desigual da riqueza. Embora a desigualdade de riqueza resulte, em parte, da acumulação de desigualdades de rendimento, outros fatores também desempenham um papel importante, como a receção de heranças ou os tipos de ativos investidos.<sup>3</sup> As alterações nos preços dos ativos, como a habitação e os ativos financeiros, afetam as famílias de forma diferente consoante a sua posição na distribuição da riqueza. Geralmente, as pessoas com rendimentos mais elevados tendem a ter uma maior proporção do seu património investido em ativos financeiros. Consequentemente, as famílias com níveis de riqueza mais baixos tendem a ser mais sensíveis a variações nos preços da habitação, enquanto as famílias mais ricas tendem a ser mais afetadas por variações nos rendimentos dos ativos financeiros.

Se observarmos a evolução da desigualdade de riqueza, a situação é mais homogénea nos principais países da Zona Euro do que no caso da desigualdade de rendimentos. O índice de Gini aumentou após a crise financeira, mas desde 2015 tem vindo a diminuir na maioria dos países (ver quarto gráfico). Em Portugal, os dados relativos ao índice de Gini são de 2023 e indicam pior posição face às principais economias da zona euro.

Em suma, embora a desigualdade de rendimentos tenha revelado tendências divergentes a nível mundial e nos países desenvolvidos, na maioria dos países a desigualdade de rendimentos aumentou nos últimos 30 anos, com a notável exceção da Espanha. Já a desigualdade de riqueza seguiu uma trajetória mais homogénea na Zona Euro, com aumentos acentuados após a crise financeira mundial, que foram parcialmente reduzidos desde 2015. Ambas as variáveis têm uma relevância económica crucial para as famílias, sendo importante acompanhar a sua evolução e adaptar as políticas públicas à realidade observada.

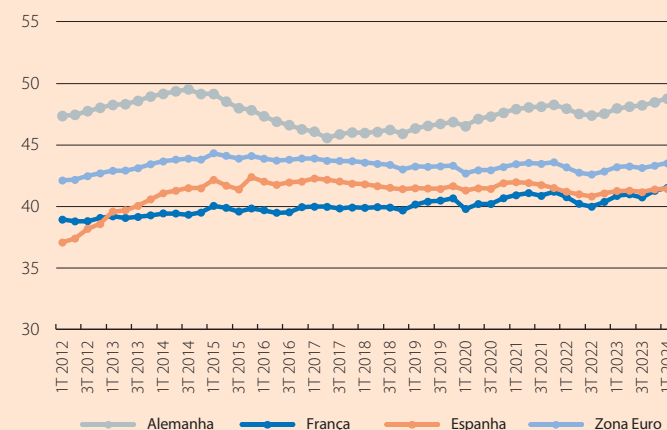
### Desigualdade de riqueza: Índice de Gini por país



Nota: Índice de Gini da riqueza líquida a nível do agregado familiar.  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE (Distributional Wealth Accounts).

### Desigualdade de riqueza: riqueza detida pelos 5% mais ricos da população

(% da riqueza da população)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE (Distributional Wealth Accounts).

3. Ver BCE (2024). «Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households», ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024.

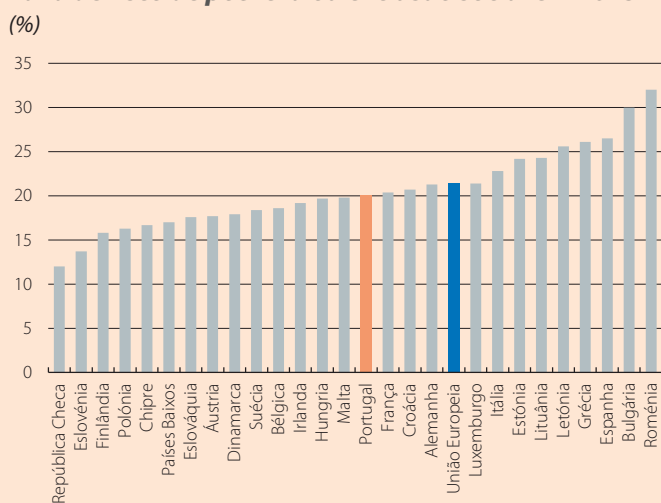
## Desigualdade em Portugal um caminho ainda com escolhos

No conjunto dos países da União Europeia, Portugal está entre os países com maior desigualdade na distribuição de rendimentos, mas melhor classificado no que respeita ao risco de pobreza. O resultado do Inquérito às Condições de Vida e Rendimento 2023,<sup>1</sup> classificou Portugal como o 24º país mais desigual na distribuição de rendimentos, mas coloca-o em 15º lugar no que respeita ao risco de pobreza e exclusão social,<sup>2</sup> melhor que a média da União Europeia e melhor do que as maiores economias europeias.

Ainda assim, tanto a evolução histórica do índice de Gini, que sintetiza a assimetria da distribuição dos rendimentos, como do rácio S80/S20, que nos diz o número de vezes que o rendimento dos 20% dos indivíduos com rendimento mais elevado supera o dos 20% com rendimentos mais baixos, mostram que houve um movimento significativo de redução das desigualdades, nas duas últimas décadas, apesar do retrocesso nos anos da pandemia<sup>3</sup> (ver terceiro gráfico).

Ambos os indicadores apresentaram evoluções positivas desde 2004. O primeiro melhorou 4,1 pontos, situando-se em 33,7 pontos em 2023. O segundo indica que, no mesmo período, o diferencial entre 20% da população com rendimentos mais elevados e os 20% com rendimentos mais baixos passou de 7 para 5 vezes.

### Taxa de risco de pobreza ou exclusão social em 2023



Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat.

distribuição etária patente no rácio S80/S20 não revela diferenças significativas na população com menos de 65 anos, ou seja, maioritariamente, em situação laborativa; face à população com mais de 65 anos, maioritariamente formada por pensionistas.

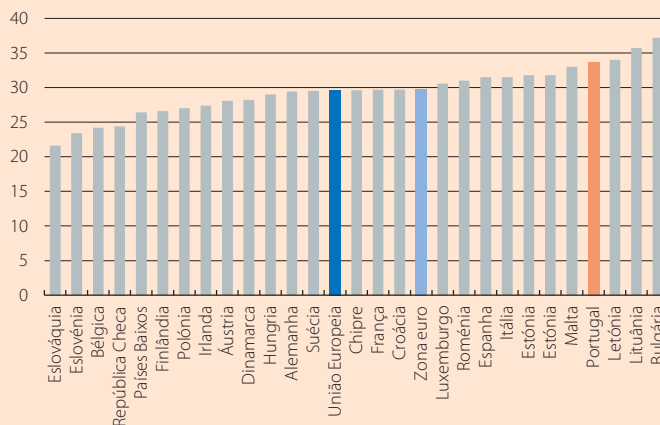
1. A referência ao Inquérito às Condições de Vida e Rendimento 2023, permite a comparação entre os vários países da União Europeia. Contudo, o INE Portugal, publicou o mesmo inquérito para 2024 no início de dezembro, cujos dados disponíveis dizem respeito aos rendimentos recebidos em 2023 e que indicam tanto redução das desigualdades na distribuição de rendimentos como na taxa de pobreza. O último dado disponível indica uma melhoria para a redução do índice de Gini para 31,9% (33,7% no ano anterior) e da taxa de risco de pobreza ou exclusão social para 19,7% (20,1% no ano anterior).

2. É a proporção da população cujo rendimento equivalente se encontra abaixo da linha de pobreza definida como 60% do rendimento mediano por adulto equivalente. Em 2022, último ano com informação disponível, a população em risco de pobreza era aquela cujos rendimentos monetários líquidos, por adulto equivalente era inferior a 7095€, ou 591€/mês; em 2023, este foi atualizado para 7588€, ou seja 632€/mês.

3. A deterioração destes indicadores nos anos mais recentes, terá caráter temporário, e refletirá o impacto da pandemia, que numa primeira fase implicou redução de rendimentos salariais por parte de trabalhadores em setores impossibilitados de realizarem teletrabalho; e numa segunda fase o impacto do ambiente inflacionista que se verificou no período pós confinamentos. De facto, é isto que parece indicar a evolução do rendimento por adulto equivalente, cujo valor mediano real caiu 2,4% entre 2019 e 2021.

### Desigualdades na distribuição do rendimento em 2023

(Índice de Gini, 0-100)



Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat.

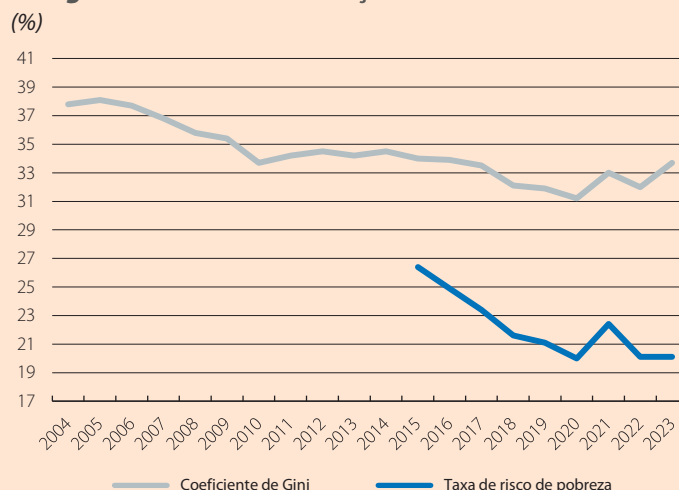
A nível regional, estes dois indicadores sugerem que o Alentejo é a região menos desigual, com o índice de Gini a situar-se em 30 pontos e o rácio S80/S20 em 4,5, indicando menor diferença entre os 20% dos indivíduos com maior rendimento e os 20% com rendimentos mais baixos. No polo oposto, ou seja onde as assimetrias são maiores estão os Açores, a área metropolitana de Lisboa, que abarca a grande Lisboa e a Península de Setúbal, e o Algarve. Nestas três regiões o índice de Gini e o rácio S80/S20 superam a média nacional. Nos Açores, uma das regiões mais pobres de Portugal, o índice de Gini é de 36 pontos e o rácio S80/S20 é igual a 6,5; na área metropolitana de Lisboa o índice de Gini está em 34,9 pontos e o S80/S20 em 6,2.

Por faixa etária, o detalhe dado pelo índice de Gini é escasso e o resultado evidente, ou seja as assimetrias são menores na população com menos de 18 anos, maioritariamente formada por indivíduos ainda em idade escolar. Por sua vez, a



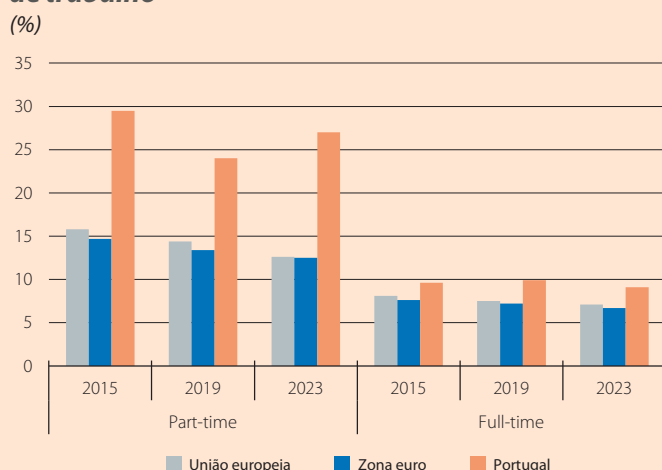
No que respeita ao risco de pobreza, a evolução também é positiva. Com efeito, a taxa de risco de pobreza diminuiu 6,3 pontos percentuais desde 2015, situando-se em 20,1% em 2023, o que representa a existência de 2.104 mil pessoas em risco de pobreza. Mas ainda que os valores globais comparem bem com as médias europeias, não deixa de ser preocupante o facto de que mais de 2 milhões de residentes em Portugal vivam no limiar da pobreza. Também preocupante, e provavelmente indicativo dos baixos salários praticados em Portugal,<sup>4</sup> é o facto de o risco de pobreza entre pessoas que exercem um qualquer trabalho exceder os níveis europeus, tanto no caso dos indivíduos com trabalhos a tempo inteiro, como (sobretudo) naqueles com trabalhos a tempo parcial. Neste último caso, a população em risco de pobreza representa 27% da população total. Também preocupante é o facto do risco de pobreza estar a aumentar entre a população com formação superior. O último dado disponível, relativo a 2022, indica que 5,8% das pessoas com formação superior se encontra numa situação de risco de pobreza, acima dos níveis observados entre 2003 e 2019, provavelmente também reflexo dos baixos níveis salariais entre a população mais jovem.

### Desigualdades na distribuição do rendimento



Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat e INE.

### Taxa de risco de pobreza no trabalho por tempo de trabalho



Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat.

Por faixa etária, são os indivíduos com idade entre os 15 e os 19 anos aqueles em maior risco de pobreza, com uma taxa de 26,9% e aqueles entre os 25 e os 29 os que têm menor risco de pobreza (16%), refletindo provavelmente o facto de entre os primeiros estarem aqueles onde o abandono escolar é maior e, no caso dos segundos, aqueles que já estando no mercado de trabalho ainda não assumiram compromissos mais definitivos, como por exemplo compra de casa, família, etc.

A nível regional, em linha com as indicações dadas pelos indicadores de desigualdade de rendimentos, são os Açores que acusam maior taxa de população em risco de pobreza (31,4%); e o Alentejo menor (16,4%). Mas a área metropolitana de Lisboa, uma das regiões com mais desequilíbrios ao nível dos rendimentos, regista a segunda taxa de risco de pobreza mais baixa (18,3%), possivelmente por ser uma das regiões onde há maior acesso ao mercado de trabalho.

Nas duas últimas décadas, a maior participação dos vários membros de uma mesma família no mercado de trabalho terá sido o fator estrutural mais importante na redução dos desequilíbrios ao nível do rendimento e na diminuição da população em risco de pobreza. De facto entre 2003 e 2023, a taxa de participação no mercado de trabalho aumentou 4,4 pontos percentuais, para 68,3%, com um importante contributo da população feminina, que passou de uma taxa de participação de 55,9% em 2003 para 65,4% em 2023.

### A importância das políticas públicas na diluição das assimetrias

As políticas públicas desempenham um papel importante na redução dos desequilíbrios, tanto ao nível da redução da distribuição dos rendimentos como na redução do risco de pobreza. Este facto é evidente na comparação dos índices de Gini antes e depois de transferências sociais. De facto, o índice de Gini antes das transferências sociais excluindo pensões situa-se em 36,3 pontos, 2,6 pontos acima do índice que inclui todas as transferências. O inquérito às despesas das famílias refere que em 2023,

4. De acordo com o Eurostat, o salário médio ajustado a tempo inteiro por empregado em Portugal é o 10º mais baixo entre os países da União Europeia (2022), situando-se em 1463 euros mensais (2.524 euros na média da EU, 2.792 na média dos países da zona euro e 2.162 na vizinha Espanha).

estas transferências representavam a principal fonte de rendimento para 3,8% das famílias residentes em Portugal, nas quais se incluirão as 122 mil famílias beneficiárias do rendimento social de inserção.<sup>5</sup> A diferença é ainda mais notória quando se compara o índice global e o que seria se não houvesse qualquer transferência social, incluindo as relativas a pensões. Neste caso, o índice de Gini situar-se-ia em 49,7 pontos, bastante acima do índice global (33,7).

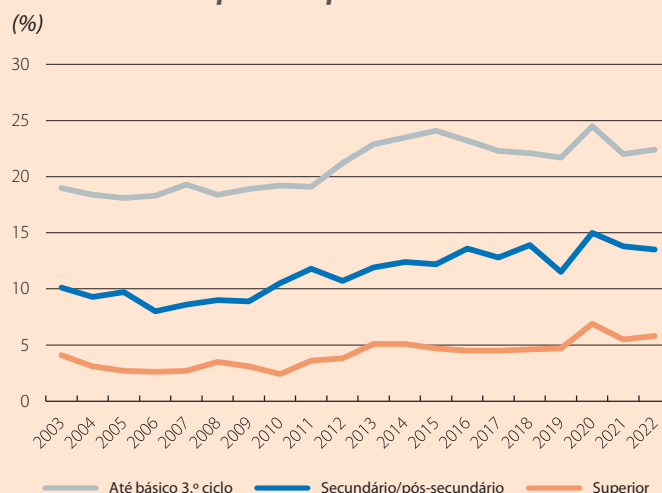
Para além dos impactos positivos na diluição das disparidades entre rendimentos, as transferências sociais também desempenham um papel importante na redução da população em risco de pobreza. De facto, neste caso e considerando as transferências sociais, a taxa de risco de pobreza reduz-se em 3,1 pontos percentuais, situando-se em 17% em 2023.

### Conclusão

A informação utilizada neste artigo, indica que Portugal ainda tem um longo caminho a percorrer na redução das assimetrias existentes, nomeadamente ao nível dos rendimentos. E os dados mais recentes deverão ser monitorizados de perto de forma a consolidar o sentimento de que os recentes movimentos de piora são realmente temporários e associados aos efeitos da pandemia e ao surto inflacionista de 2021-22. Mas não podemos deixar de concluir que, numa perspectiva de longo prazo, passos importantes foram dados tanto na redução dos desequilíbrios ao nível dos rendimentos com na diminuição do número de pessoas em risco de pobreza. As melhorias são evidentes, mesmo quando olhamos para o índice de Gini sem transferências sociais. Contudo, estas transferências têm um papel importantíssimo na redução das desigualdades e do risco de pobreza. Os últimos dados disponíveis no Eurostat referem que em 2022 a despesa em medidas de proteção social do estado português representava 17,5% do PIB (19,9% na zona euro), sugerindo algum espaço de incremento dos apoios sociais, possivelmente, acompanhado de maior eficiência noutros campos da despesa pública. Preocupante e merecedor de atenção, até pela evolução contrária ao que deveria ser, é o aumento do risco de pobreza entre os indivíduos com formação superior, sugerindo a necessidade de revisão das políticas remuneratórias.

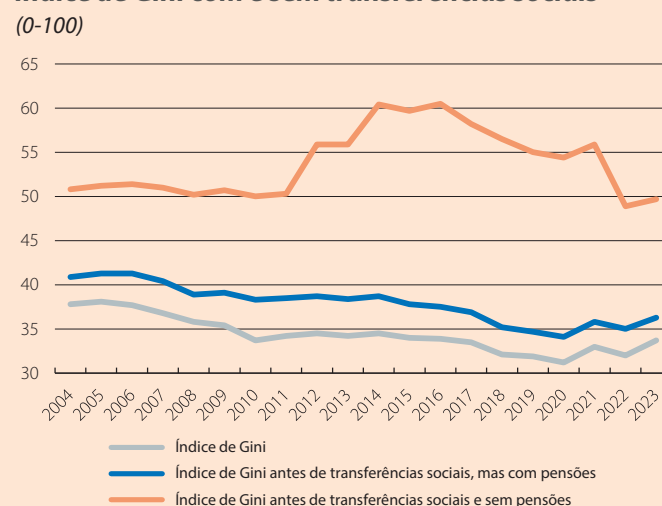
*Teresa Gil Pinheiro*

### Taxa de risco de pobreza por nível escolaridade



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

### Índice de Gini com e sem transferências sociais



Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat.

5. Em média cada família recebeu 283,49 euros mensais ao abrigo do mecanismo do rendimento social de inserção. Este mecanismo representa um apoio a pessoas em risco de pobreza extrema.

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2024

© CaixaBank, S.A., 2024

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

