

IM04

INFORMAÇÃO MENSAL
ABRIL 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

A viragem orçamental alemã e o bund: quando a segurança tem um preço

ECONOMIA INTERNACIONAL

Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE

A reconstrução da Ucrânia e as possíveis repercussões no cenário energético europeu

ECONOMIA ESPANHOLA

Aumento da poupança das famílias espanholas em 2024

ECONOMIA PORTUGUESA

Stock de capital: um handicap da economia portuguesa

Investimento Direto Estrangeiro no Imobiliário em Portugal

Turismo português em 2025

Excedente orçamental supera (novamente) as expetativas

INFORMAÇÃO MENSAL**Abril 2025**

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

BPI Research (DF-EEF)[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista Chefe

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

David Martínez Turéganoe **Nuria Bustamante**Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

9 de abril de 2025

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**

9 *A viragem orçamental alemã e o bund: quando a segurança tem um preço*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE*

16 *A reconstrução da Ucrânia e as possíveis repercussões no cenário energético europeu*

20 ECONOMIA PORTUGUESA

22 *Stock de capital: um handicap da economia portuguesa*

24 *Investimento Direto Estrangeiro no Imobiliário em Portugal*

26 *Turismo português em 2025*

28 *Excedente orçamental supera (novamente) as expetativas*

31 ECONOMIA ESPANHOLA

33 *Aumento da poupança das famílias espanholas em 2024*

35 *A elevada capacidade de financiamento continua a facilitar a correção do endividamento externo da economia espanhola*

As Tarifas de Trump: um golo na própria baliza?

Os anúncios de aumento dos impostos aduaneiros por parte da administração Trump fizeram subir a tarifa média efetiva aplicada pelos EUA às suas importações em mais de 20 p. p., alcançando os níveis mais elevados do século, embora a decisão tenha sido suspensa durante 90 dias (com exceção da China), durante os quais será aplicada uma tarifa universal de 10%. Para além do método de cálculo arbitrário para estimar a tarifa país a país, a decisão não servirá para atingir os objetivos de redução do desequilíbrio externo dos EUA (tem origem num excesso de investimento sobre poupança interna), recuperar empregos em sectores onde os EUA perderam há muito as suas vantagens competitivas ou equilibrar estruturalmente a posição fiscal deficitária do país. Entretanto, o preço a pagar é o regresso a um mundo fragmentado e o aumento exponencial da incerteza sobre o perfil da política económica e comercial, o que ameaça destabilizar a economia mundial. Portanto, estamos perante uma decisão que se enquadra na categoria dos jogos de soma negativa por prejudicar todos os atores envolvidos, o que resultará, no mínimo, num cenário de menor crescimento global e de maior inflação nos países que participam na escalada protecionista. O comportamento dos mercados financeiros nos dias seguintes à decisão, com fortes quedas das bolsas, aumento da volatilidade e subida dos spreads de crédito, reflete o potencial desestabilizador das medidas anunciadas.

Não é fácil procurar sinais no meio do ruído e da perturbação, descobrir ordem na desordem ou encontrar algum padrão de comportamento racional perante decisões prejudiciais para todos os agentes envolvidos num jogo que, em teoria, deveria ser cooperante, para atingir a máxima eficiência. Tal como a evolução das culturas é uma procura contínua de soluções de soma positiva para os problemas inevitáveis que surgem da coexistência, também os avanços no desenvolvimento económico se cimentam em jogos de soma positiva, muitos dos quais têm origem na exploração de vantagens competitivas por cada um dos jogadores do tabuleiro económico. Se a inovação e a difusão do conhecimento estão no cerne do processo de crescimento, parece difícil que, em economias com barreiras à concorrência estrangeira, os fatores produtivos sejam alocados de forma otimizada aos processos e sectores líderes, o que limitará o progresso da produtividade e do rendimento per capita (algo em que os EUA têm sido líderes nas últimas décadas). Sobretudo na ausência de um ambiente institucional estável, com uma boa proteção dos direitos de propriedade. Este era o consenso generalizado entre os economistas, pelo menos até ao agora famoso «Dia da Libertação».

E daqui para a frente? O ponto de partida é desafiante, porque dar um tiro no pé não costuma ser o mais comum quando falamos da política económica da maior potência mundial. Estamos a entrar numa nova fase de incerteza global, uma vez que as medidas anunciadas podem ser uma referência inicial para uma negociação multilateral que nos aproxime de um ponto de equilíbrio menos prejudicial ou leve a uma escalada das tensões comerciais. No primeiro cenário, se for rapidamente alcançado algum tipo de acordo que envolva uma tarifa média substancialmente mais baixa do que a inicialmente anunciada, os danos colaterais seriam limitados, tanto mais que diminuiria a tensão no canal financeiro e aumentaria a segurança dos agentes económicos na tomada de decisões. Mas se se abrir um cenário de guerra comercial generalizada, a economia mundial sofrerá um maior impacto com o risco de ser acompanhada por um processo inflacionista. De qualquer modo, o que parece claro é que estamos a assistir às últimas fases do processo conhecido como globalização e à consolidação de tendências como: a fragmentação geopolítica, a procura de autonomia estratégica, a reconfiguração e redução das cadeias de valor e o reequilíbrio forçado de modelos de crescimento muito dependentes da procura externa (Draghi também tem razão nisto). Podemos gostar mais ou menos, mas o que serviu nas últimas décadas (modelo alemão?) pode já não servir hoje. E a capacidade e a flexibilidade de adaptação ao novo ambiente determinarão se se fará parte dos vencedores ou dos vencidos, pois depois de baralhar as cartas chegaremos ao novo ponto de equilíbrio global. Neste momento, a resposta europeia (para além da negociação comercial pura e dura) parece estar a caminhar no sentido certo, embora seja provavelmente insuficiente, tendo em conta o nível dos desafios. Não será fácil equilibrar estrategicamente as relações com os EUA e a China no curto prazo, sobretudo, sem melhorias na governação. Entretanto, provavelmente continuaremos a assistir à cerimónia da confusão, entre fogos de artifício, dias de libertação e barulho intenso.

Cronologia

MARÇO 2025

- 4 A Comissão Europeia apresenta a sua proposta para reforçar as capacidades de defesa da UE (plano *ReArm Europe*).
- 6 O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p. b. e colocou a taxa *depo* em 2,50%.

JANEIRO 2025

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

NOVEMBRO 2024

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

FEVEREIRO 2025

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

DEZEMBRO 2024

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

OUTUBRO 2024

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

Agenda

ABRIL 2025

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

MAIO 2025

- 2 Zona Euro: estimativa do IPC (abril).
- 6 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 6-7 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 7 Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 8 Espanha: índice de produção industrial (março).
- 9 Portugal: comércio internacional (março).
- 14 Portugal: índice de custo do trabalho (1T).
- 16 Japão: PIB (1T).
- 19 Espanha: comércio externo (março).
- 26 Espanha: empréstimos, depósitos e rácio NPL (março).
- 27 Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
- 30 Espanha: estimativa IPC (maio).
Portugal: detalhe PIB (1T).
Portugal: créditos e depósitos (abril).
Portugal: atividade turística (abril).

Portugal perante o *shock* Trump

Esperava-se que o ano de 2025 fosse um ano normal, de estabilização da economia depois dos enormes choques dos últimos anos. A perspetiva é de que seria mesmo um ano positivo, com o crescimento em Portugal a acelerar para 2,4%. Mas, em poucas semanas, o novo inquilino da Casa Branca conseguiu fazer tremer a economia global, pôr em causa todos os cenários antes em cima da mesa, e despoletou receios de recessão em múltiplos países (em particular nos EUA). Para além da imposição de tarifas expressivas a múltiplos parceiros –entretanto parcialmente suspensas– a sua atuação errática, imprevisível e aparentemente sem lógica económica tem causado a reavaliação de perspetivas, receios de crise económica, os quais, entretanto, já se fizeram sentir em fortes quedas nos mercados financeiros internacionais e começam também a surgir espelhadas nos indicadores de confiança.

Como está Portugal posicionado perante toda esta turbulência? A situação de partida conjuntural pode considerar-se favorável, pois a economia avançou 1,9% no ano passado, com um forte impulso no último trimestre que, só por si, tem boas consequências para 2025 (efeito *carry-over* de 1,4 p. p.). Acresce que Portugal tem sido uma das economias que mais cresce na Zona Euro, estando praticamente 9% acima dos níveis anteriores à pandemia e comparando bastante bem com as suas congéneres. Os níveis de emprego também mantêm um crescimento sustentado e as remunerações médias asseguram ganhos reais, o que, em conjunto com uma taxa de poupança recente elevada, confere suporte ao consumo no futuro.

A exposição direta à economia dos EUA também se pode considerar moderada: as exportações de bens e serviços para os EUA representam menos de 4% do PIB; considerando apenas as exportações de bens, estas são menos de 7% de todas as exportações de Portugal (ambos valores de 2024) e alguns dos produtos mais dependentes deste mercado (como os farmacêuticos ou os combustíveis refinados, cujas vendas para os EUA pesam cerca de 33% e 22% no total de exportações de cada grupo) estão por ora resguardados do maior impacto. Por outro lado, há segmentos do setor empresarial que estão mais expostos, designadamente aquelas empresas em que o mercado norte-americano representa uma parcela significativa das vendas. Nesta perspetiva, os setores mais vulneráveis encontram-se na indústria têxtil, manufatura de produtos não metálicos, indústria de bebidas ou fabrico de computadores e equipamento eletrónico, com proporção elevada de empresas

exportadoras que dependem em mais de 10% do mercado dos EUA. Ainda assim, há que ressaltar as recentes medidas de apoio aprovadas pelo Governo, que se destinam a estimular a diversificação e a procura de novos mercados.

Acresce que podemos afirmar que o país está estruturalmente mais firme, mais robusto do que no passado, que em crises anteriores. A situação é diferente da crise financeira, da experiência da crise das dívidas soberanas ou da pandemia. Como temos vindo aqui a salientar, os desequilíbrios estão agora muito mais contidos e os indicadores estruturais evoluíram muito favoravelmente. Sobretudo quando comparada a situação com a época anterior à crise das dívidas soberanas, em que o país esteve no epicentro, verificamos que todos os indicadores de saúde financeira evoluíram muito favoravelmente: a dívida de famílias (2010: >90% PIB, agora 54%; Zona Euro 52%) e empresas (2012: 140% PIB; agora 78%; Zona Euro 106%) está significativamente mais baixa e inferior ou próximo dos níveis da UEM; a dívida externa regressou aos 45% do PIB face a 108% em 2014; e a dívida pública encerrou 2024 em 95% do PIB registando uma das maiores quedas no conjunto dos países europeus face aos níveis de 2020. Claro que nem tudo está resolvido e Portugal terá de acelerar a sua trajetória e a implementação de reformas para cumprir o objetivo de convergência e reforço da riqueza e bem-estar da população. Até porque muito do dinamismo conseguido tem subjacente uma dinâmica demográfica mais forte (que pode ser interrompida por algum motivo) e o bom desempenho do setor do turismo. Assim, há que robustecer o nosso posicionamento, diversificar parceiros, reforçar as vantagens competitivas de forma a reduzir vulnerabilidade perante este contexto tão incerto. Um dos passos para uma situação mais robusta passa, por exemplo, por garantir o bom andamento do investimento produtivo, a implementação acelerada de projetos com retorno futuro, assegurando a progressão do *stock* de capital, que tem estado estagnado nos últimos anos.

Em suma, nas primeiras semanas de abril, os riscos em torno das previsões de crescimento da economia portuguesa aumentaram. Recentemente tínhamos apresentado ajustes nas nossas previsões que acomodavam apenas impacto muito ligeiro da introdução de tarifas e da incerteza. Tere-mos de aguardar por novos desenvolvimentos para ter mais visibilidade, mas o risco é de que o crescimento da atividade seja um pouco mais baixo do que antecipámos em fevereiro, fruto do impacto da conjuntura externa mais adversa.

Paula Carvalho

Lisboa, 15 de abril de 2025

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

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

Previsões

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

Economia internacional

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

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

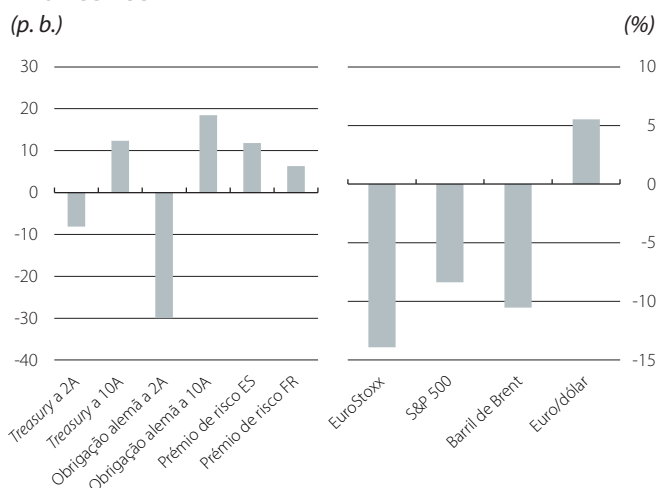
As tarifas de Trump provocam fortes quedas nos mercados

As tarifas de Trump afetam a apetência pelo risco dos investidores. Estas, juntamente com as reformas em matéria de despesa pública na Alemanha, dominaram a atenção dos investidores, cada vez mais preocupados com a possibilidade de os EUA sofrerem uma certa estagflação nos próximos dois anos. Em ambos os lados do Atlântico, as curvas soberanas acentuaram a inclinação devido à probabilidade de cortes nas taxas de juro a curto prazo e à perspetiva de um aumento das despesas públicas a longo prazo. Os bancos centrais mostraram-se cautelosos neste contexto, ainda que as implícitas do mercado monetário tenham passado a incorporar uma política monetária mais acomodaticia em 2025. A depreciação do dólar face aos pares das principais economias desenvolvidas prolongou uma tendência que, face ao euro, já tinha começado com o anúncio de um aumento das despesas públicas futuras na Alemanha. A aversão ao risco provocou quedas significativas nos mercados bolsistas, sobretudo nos mercados desenvolvidos, ao passo que as matérias-primas energéticas e os metais industriais foram também afetados por dúvidas quanto à procura agregada, ao contrário do ouro, que capitalizou o seu papel de ativo de refúgio.

Os bancos centrais tentam navegar a onda. Os bancos centrais reconheceram a sua crescente dependência dos dados e a sua capacidade limitada para orientar o mercado sobre os passos futuros neste contexto de excecional incerteza da política económica e comercial. Depois de reduzir as taxas em 25 p. b. em março (taxa *depo* em 2,5%), o BCE explicou que já não considerava que as taxas estivessem em território claramente restritivo, dada a descida de 150 p. b. acumulada desde junho de 2024, e que atuaria com base nos dados nas reuniões futuras. Assim, depois de as implícitas do mercado monetário apontarem para um nível de chegada de 2% para a taxa *depo* após o anúncio do aumento da despesa na Alemanha, as tarifas de Trump deixaram as expectativas para as taxas do BCE ao nível do início do mês, de 1,75%. Por sua vez, a Fed manteve as taxas inalteradas (4,25%-4,50%), enquanto os investidores começaram a descontar, após as tarifas de Trump, quatro cortes nas taxas como o cenário mais provável em 2025, embora, após a pausa anunciada a 9 de abril, tenham acabado por se ficar pelos três cortes. A Fed reviu em baixa as suas perspetivas de crescimento e em alta as suas perspetivas de inflação, citando as tarifas como um fator-chave, muito embora afirmando que ainda está a avaliar se o impacto destas nos preços será permanente.

Inclinação generalizada das curvas soberanas nos dois lados do Atlântico. As dúvidas sobre o crescimento nos EUA devido às tarifas de Trump, bem como uma potencial deterioração fiscal e alguns movimentos relacionados com o fecho de posições especulativas, provocaram quedas na rentabilidade das obrigações soberanas de curto prazo e recuperações nos prazos mais longos. Os prazos mais curtos registaram uma recuperação das expectativas de inflação e os prazos mais longos diminuíram. O resultado foi a descida das taxas reais de curto prazo, revelando as preocupações dos investidores quanto a um abrandamento económico com a inflação um pouco acima do objetivo da Reserva Federal. Na curva europeia, a inclinação também se agravou a rentabilidade das obrigações de referência a 2 anos caiu drasticamente,

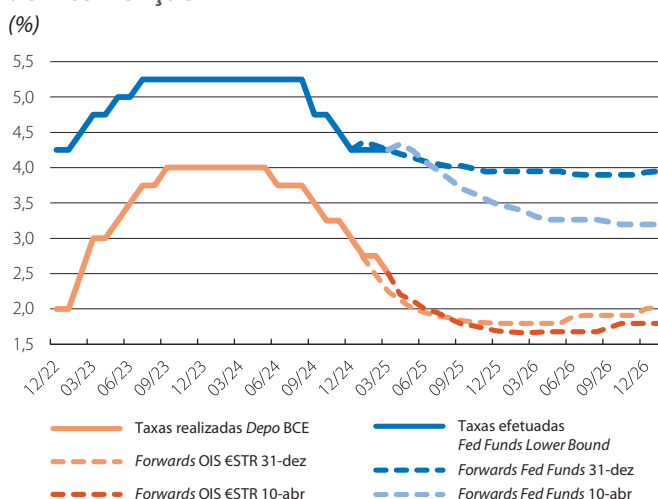
Desempenho mensal dos principais ativos financeiros



Nota: Dados de 28 de fevereiro a 9 de abril.

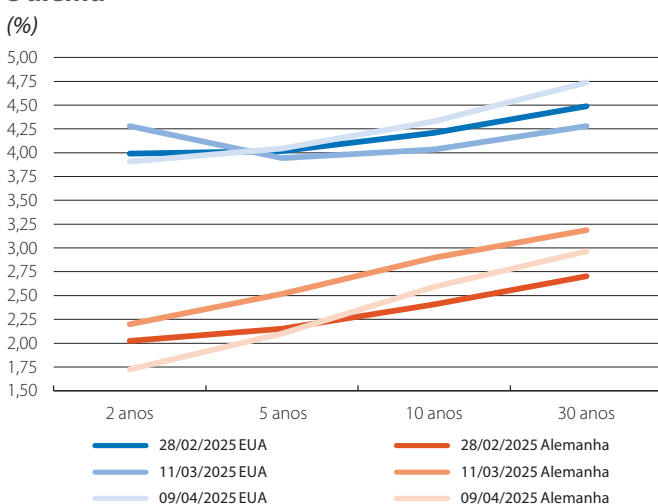
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expectativas do mercado relativamente às taxas de intervenção



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

Evolução das curvas soberanas norte-americana e alemã



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

enquanto os prazos mais longos subiram devido às expetativas de um aumento da despesa pública na Alemanha (que se moderou à medida que o mês avançava e a UE se atrasou a chegar a acordo sobre um impulso orçamental coordenado para a defesa). Os diferenciais periféricos, que se mantiveram estáveis após o anúncio de um aumento das despesas públicas na Alemanha, aumentaram ligeiramente em tempos de maior aversão ao risco.

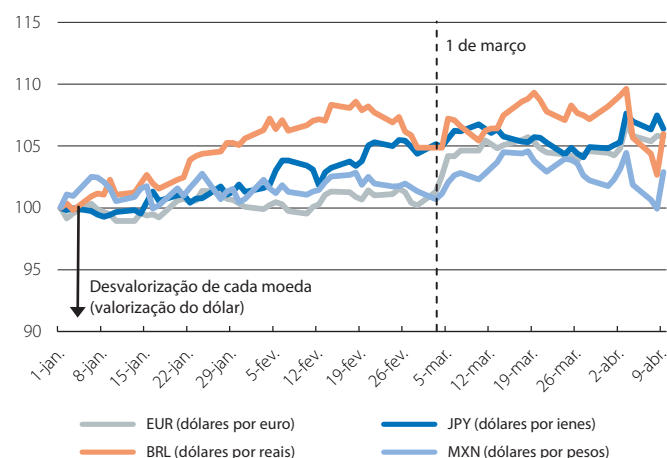
As tarifas também prejudicam o dólar. O dólar desvalorizou de forma significativa face aos seus principais pares (mais de 4%), o que se reflete na procura, por parte dos investidores, de um novo equilíbrio para os ativos norte-americanos e se explica, em grande medida, pela já mencionada queda das taxas reais de curto prazo. Apesar da depreciação ter sido generalizada face aos principais pares, o fortalecimento do euro foi um dos maiores contribuintes (mais de 5%), num movimento que começou com o anúncio de um pacote de despesa com a defesa e as infraestruturas na Alemanha. O franco suíço funcionou como um ativo de refúgio e valorizou cerca de 5%, enquanto o peso mexicano (+1,5%) e o dólar canadiano (+2,6%) também valorizaram num contexto de elevada volatilidade. No que respeita às moedas emergentes, o real brasileiro registou uma ligeira apreciação, devido às taxas de juro elevadas e à baixa exposição ao mercado americano, e a lira turca depreciou num contexto de maior instabilidade política.

Elevada volatilidade dos mercados bolsistas, especialmente nas economias desenvolvidas. Os ativos de risco foram os que mais sofreram com a elevada incerteza e os receios de um abrandamento do crescimento global, embora tenham recuperado fortemente após o anúncio de uma pausa nas tarifas recíprocas. Perante esta conjuntura, o índice MSCI All Country World caiu 9% no mês, registando, juntamente com os índices norte-americanos, as maiores quedas, sobretudo as empresas de menor dimensão expostas à economia interna e à tecnologia, que são os principais exportadores. Por último, os principais índices registaram descidas de cerca de 8%. Também os índices europeus registaram perdas, com o Stoxx 600 a perder mais de 15%, tendo os índices ibéricos apresentado o melhor desempenho relativo, embora o IBEX 35 também tenha fechado o mês com perdas significativas, próximas de 11%. Inicialmente, este pessimismo era menor nos mercados emergentes, mas acabou por afetá-los também, com o índice MSCI dos mercados emergentes a encerrar com perdas de pouco menos de 10%. A principal exceção foram as bolsas latino-americanas, graças ao desempenho relativamente superior das bolsas brasileiras e, em menor grau, das mexicanas.

Queda das matérias-primas mais dependentes do ciclo económico. O petróleo registou uma queda superior a 10% no mês a seguir ao anúncio das tarifas de Trump, desencadeada pelas dúvidas sobre a procura agregada e a resiliência do ciclo. Os preços do gás natural também caíram, com o TTF holandês a ceder mais de 20%, afetado pelas expetativas de aumento da oferta na Europa, se as tarifas mais elevadas de Trump tiverem um impacto diferenciado nas economias asiáticas. De forma semelhante, os metais industriais mostraram alguma fraqueza no mês, tendo em conta as perspetivas de uma menor procura global, com o alumínio e o cobre a acumularem quedas de mais de 8%. Por outro lado, o ouro capitalizou a incerteza e o seu papel de ativo de refúgio, fechando o mês com ganhos de cerca de 8%. Finalmente, os preços do gado também recuperaram (+5%), uma vez que se espera que as tarifas aumentem o preço da carne nos EUA.

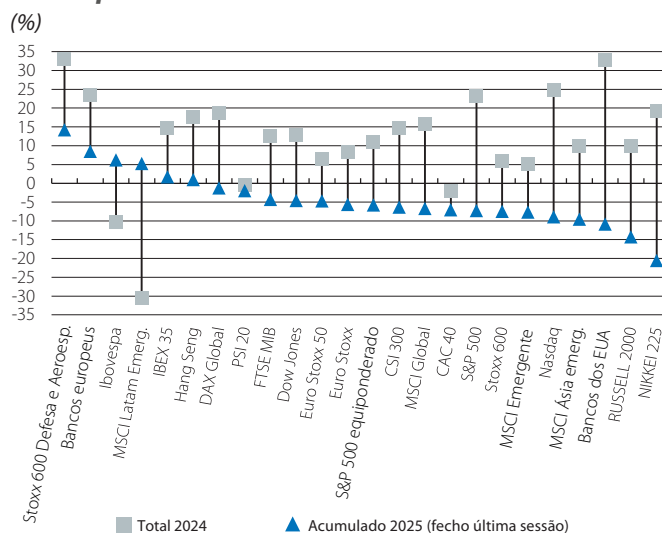
Desempenho de moedas seleccionadas face ao dólar

Índice (100 = 31/12/2024)



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

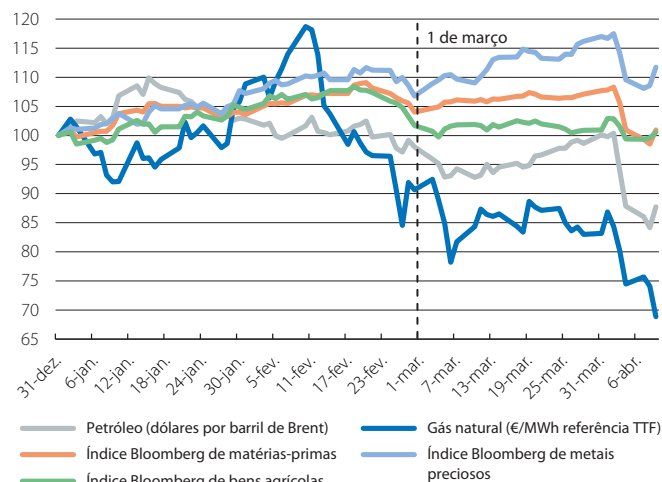
Desempenho de índices bolsistas



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

Evolução das matérias-primas

Índice (100 = 31/12/2024)



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

A viragem orçamental alemã e o *bund*: quando a segurança tem um preço

A Alemanha mudou de velocidade na sua política de despesas públicas. Os líderes da CDU/CSU, do SPD e dos Verdes apresentaram, no início de março, um pré-acordo para reformar o teto constitucional da dívida e aumentar significativamente as despesas militares e de infraestruturas, que foi ratificado pelas câmaras legislativas em 21 de março. A despesa total aprovada para a próxima década ascenderá a mais de um bilião de euros.¹ Analisamos o impacto desta nova política na dívida soberana alemã e, em particular, na rentabilidade da sua obrigação de referência a 10 anos (conhecida como *bund* por ser a obrigação da federação, considerada o principal ativo sem risco da Zona Euro), bem como as suas perspetivas futuras.

Uma grande mudança para surpreender os investidores expetantes

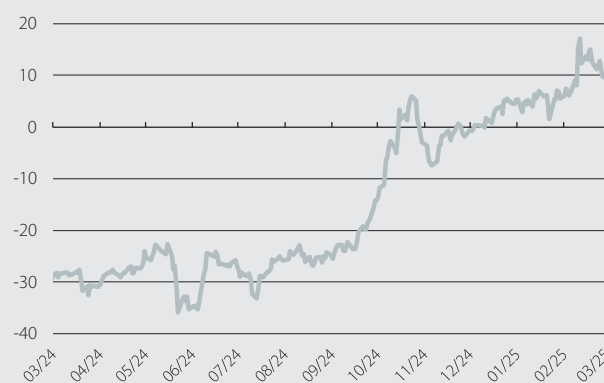
A reação do mercado a estes anúncios foi forte e, na semana em que se chegou a um pré-acordo, a rentabilidade do *bund* subiu 50 p. b. Começemos por analisar o movimento em relação ao de outros ativos financeiros. O primeiro aspeto a ter em conta é que a dívida alemã já estava a prever um provável aumento da despesa pública no futuro. O spread (diferencial) do *bund* face a uma taxa de juro muito dependente da taxa de intervenção do BCE (que pode ser interpretado como um prémio de risco alemão) já tinha acumulado um alargamento significativo desde o final do verão passado, quando começaram a surgir dúvidas sobre a estabilidade do antigo governo alemão e as perspetivas económicas do país se agravaram (43 p. b. entre 10 de setembro e 5 de março, ver primeiro gráfico).²

Este alargamento é também visível em alguns modelos de avaliação do *bund*. A título de exemplo, num modelo que tem em conta as expetativas de médio prazo para as taxas de juro da Zona Euro e as condições gerais de risco, liquidez e oferta de obrigações de dívida pública, observamos uma clara tendência ascendente desde o verão nas rentabilidades das obrigações alemãs, que divergiram do que seria de esperar com base na sua relação histórica com estas variáveis (ver segundo gráfico). Desde o final do ano passado e até à semana anterior ao anúncio, o diferencial do *bund* em relação ao valor teórico indicado por este modelo era de cerca de 30 p.b. (ou um desvio-padrão), provavelmente porque os investidores já estavam a descontar o aumento da despesa pública na Alemanha.

1. Existe, por um lado, um fundo específico de 500.000 milhões de euros destinado às infraestruturas, a aplicar nos próximos 12 anos, o que corresponderá a uma média de 42.000 milhões de euros por ano (1% do PIB em 2024). Além disso, 100.000 milhões de euros serão afetados a políticas ambientais e de transformação energética e os Estados federais serão autorizados a investir mais, o que poderá representar mais 15.000 milhões de euros por ano (0,35% do PIB). Em contrapartida, as despesas com a defesa superiores a 1% do PIB ficarão isentas do teto constitucional da dívida.
2. Prémio de risco medido como o diferencial entre a rentabilidade do *bund* e a taxa swap Euribor a 6 meses.

Spread do *bund* face à taxa swap Euribor a 6 meses a 10 anos

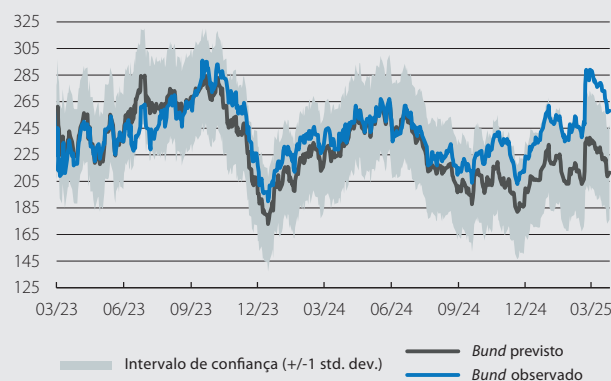
(p. b.)



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

Rentabilidade esperada do *bund* com base nas expetativas dos investidores relativamente às taxas de juro da Zona Euro

(p. b.)



Nota: O modelo inclui o forward swap de ESTR1Yx3Y, um prémio de risco dos países periféricos da Zona Euro (média do diferencial entre a sua dívida soberana a 10 anos e a dívida soberana alemã, ponderada pelo PIB) e a dimensão do balanço do BCE em percentagem do PIB da Zona Euro.

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

A perspetiva financeira: um *bund* que negocia uma mudança de paradigma fiscal

Na semana seguinte à conclusão da transação, o preço do *bund* recuperou, como já referido, 50 p. b., enquanto o seu valor teórico, de acordo com este modelo, recuperou 30 p. b. Assim, podemos interpretar que 30 p. b. da subida do *bund* se deve à alteração das expetativas da política monetária e os outros 20 p. b. (correspondentes ao aumento do spread entre o valor nominal e o valor real) se devem a um impulso fiscal superior ao já descontado pelo mercado. Após o anúncio, o *bund* parece ter-se movido 50 p.b. acima do seu valor teórico, um spread que se manteve com os movimentos de mercado desencadeados pelas tarifas de Trump.

Esta diferença entre a rentabilidade do *bund* e a indicada por outras variáveis do mercado permite-nos refletir sobre dois cenários possíveis para o futuro. No primeiro caso, partindo do princípio de que a relação histórica com outros instrumentos não se alterou, uma das duas avaliações, a observada ou a prevista, convergiria para a outra. Por outras palavras, ou o programa de despesas alemão consegue relançar a economia e exerce um efeito de arrastamento sobre o resto da Zona Euro, pelo que deveríamos assistir a um ajustamento em alta das expectativas em relação às taxas de juro; ou, em alternativa, o programa não é bem sucedido e assistiríamos a uma descida da rentabilidade do *bund* em relação aos níveis atuais.

No segundo cenário, a relação histórica teria sido alterada e, com a mudança de velocidade na política de despesas públicas, o diferencial entre as rentabilidades do *bund* e outros ativos de baixo risco seria agora estruturalmente mais elevado. Este cenário parece provável, uma vez que, sobretudo do lado da oferta, a alteração da política de despesas públicas não parece ser temporária. No que respeita à procura, e embora esta já estivesse presente antes do anúncio das despesas alemãs, o aumento da emissão de dívida alemã coincide com uma altura em que o BCE já não está a reinvestir nos seus programas de compra de ativos, pelo que a procura que assumiu terá agora de ser suprida pelos restantes intervenientes no mercado. Não obstante, o aumento da dívida pública será generalizado a toda a Zona Euro, e talvez a todos os mercados desenvolvidos, o que poderá manter o estatuto –ainda que relativo– da Alemanha como uma economia pouco endividada que, no entanto, pagará um pouco mais para colocar a sua dívida no mercado.

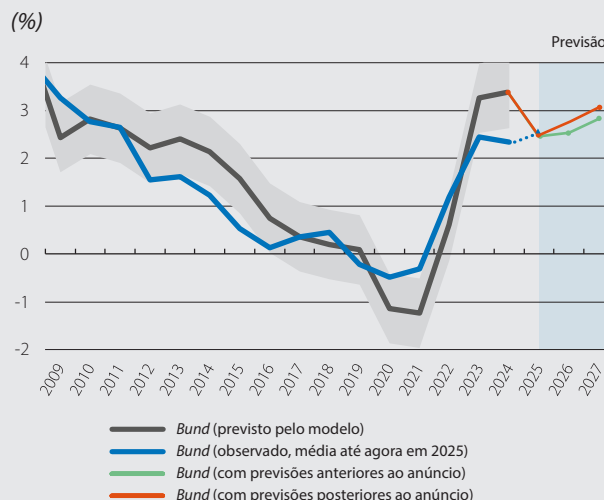
A perspetiva macroeconómica: um impacto moderado do estímulo parece já estar a ser descontado

Outra forma de analisar tanto o movimento do *bund* como o seu provável desempenho futuro seria através do impacto das variáveis macroeconómicas no preço da dívida. Nesta perspetiva, o que as relações históricas revelam é que, como seria de esperar, as taxas de intervenção (ou seja, as taxas fixadas pelo BCE) são os principais determinantes da rentabilidade do *bund*. A inflação, por outro lado, tem um impacto importante na rentabilidade das obrigações, embora um impacto algo variável, uma vez que depende do grau de preocupação dos investidores com os preços num determinado momento.

No que diz respeito ao crescimento do PIB na Alemanha, este não parece ter uma influência para além da detetável através do impacto que o crescimento tem nas taxas de juro do BCE. Além disso, o crescimento económico atua através de outros canais, como a determinação do rácio da dívida em relação ao PIB. De forma ainda mais indireta, a eficácia das despesas para estimular a economia alemã e o seu crescimento a longo prazo influenciarão o nível das taxas de juro a longo prazo.

Por outro lado, o nível da dívida pública tem um impacto mais estável e consistente nas rentabilidades do *bund* ao lon-

Bund previsto pelos fundamentos macroeconómicos



Nota: O modelo inclui a inflação e o rácio da dívida alemã em relação ao PIB, a taxa depois do BCE e a evolução do seu balanço.

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

go do tempo. Porém, como já foi referido, o rácio dívida/PIB da Alemanha é tão importante como o do resto da Zona Euro. Qualquer aumento generalizado deste rácio em toda a Zona Euro, como o que se verificou durante a COVID-19, não exerce pressão adicional exclusivamente sobre o *bund*, já que permite à Alemanha manter um endividamento relativamente baixo.

Enquanto se concretizam a definição e implementação do estímulo fiscal, tanto na Alemanha como no resto da Zona Euro, estimamos que um aumento gradual do rácio dívida/PIB, consistente com as expectativas de uma implementação gradual do estímulo, implicaria uma rentabilidade do *bund* cerca de 30 p.b. superior à do cenário sem estímulo (ver terceiro gráfico). Este nível reflete tanto as pressões inflacionistas ligeiramente mais elevadas na Alemanha como as necessidades de financiamento mais elevadas do país,³ num contexto de impacto ainda limitado do *Quantitative Tightening* do BCE sobre os preços das obrigações de dívida pública, graças à continuação da elevada liquidez e do apetite dos investidores por esta classe de ativos.

3. Num cenário de estímulos faseados, estes ascenderiam a cerca de 3 décimas do PIB em 2025, 8 décimas em 2026 e cerca de 9 décimas em 2027. Estimamos um impacto moderado no PIB e um impacto muito ligeiro na inflação. O rácio dívida/PIB aumentaria apenas 3 pp até 2027 em relação aos níveis de 2024. A taxa *depo* comportar-se-ia como atualmente previsto pelas implícitas do mercado monetário.

Taxas de juro (%)

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,65	2,90	-25	-50,0	-185,0
Euribor 3 meses	2,34	2,46	-13	-37,8	-155,5
Euribor 12 meses	2,31	2,39	-9	-15,4	-135,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,01	2,02	0	-22,9	-136,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,05	2,03	2	-3,5	-81,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,74	2,41	33	37,1	37,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,37	3,05	33	31,1	18,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,26	2,94	32	41,2	22,4
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,29	4,32	-3	-1,7	-101,4
Dívida pública a 1 ano	4,02	4,08	-6	-12,3	-97,5
Dívida pública a 2 anos	3,88	3,99	-11	-35,8	-76,4
Dívida pública a 10 anos	4,21	4,21	0	-36,4	-10,4

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	64	54	10	6,3	10,5
Itraxx Financeiro Sénior	69	57	12	5,4	6,9
Itraxx Financeiro Subordinado	120	100	21	8,2	8,8

Taxas de câmbio

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,082	1,038	4,3	4,5	-0,2
EUR/JPY (ienes por euro)	162,21	156,27	3,8	-0,4	-1,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,837	0,825	1,5	1,2	-2,3
USD/JPY (ienes por dólar)	149,96	150,63	-0,4	-4,6	-0,9

Matérias-primas

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	547,1	539,2	1,5	2,0	0,9
Brent (\$/barril)	74,7	73,2	2,1	0,1	-17,6
Ouro (\$/onça)	3.123,6	2.857,8	9,3	19,0	36,3

Mercado acionista

	31-março	28-fevereiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.611,9	5.954,5	-5,8	-4,6	9,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.248,4	5.463,5	-3,9	7,2	3,5
Ibex 35 (Espanha)	13.135,4	13.347,3	-1,6	13,3	18,4
PSI 20 (Portugal)	6.865,6	6.800,1	1,0	7,7	8,8
Nikkei 225 (Japão)	35.617,6	37.155,5	-4,1	-10,7	-10,4
MSCI emergentes	1.101,4	1.097,3	0,4	2,4	5,0

As decisões políticas irão moldar a economia internacional

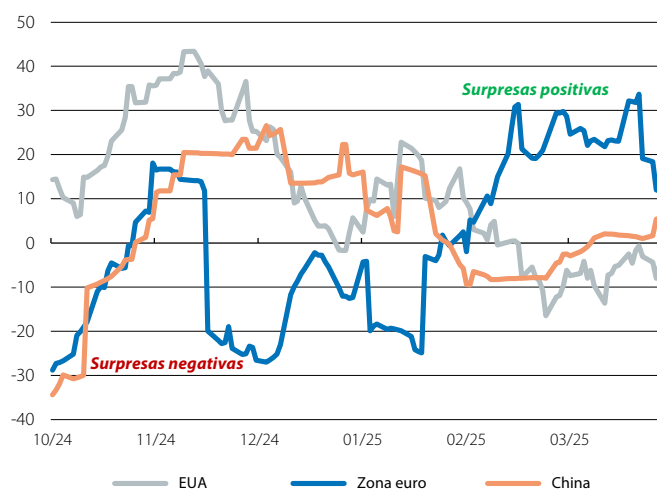
Durante o último mês, verificámos um aumento significativo da incerteza (ver a conjuntura dos Mercados). Ao contrário do que vivemos nos últimos três anos, começa agora a ser encarado com alguma cautela o impacto das políticas da atual administração Trump na sua evolução. A mais recente, e mais perturbadora, foram as tarifas anunciadas no *Liberation Day*, que, se aplicadas, acabarão por aumentar a tarifa média sobre as importações dos EUA de 3% para cerca de 25%, a mais elevada do último século. Por enquanto, estão em vigor tarifas universais de 10% desde 5 de abril e Trump suspendeu novos aumentos durante 90 dias, exceto para a China, com a qual iniciou uma intensa escalada protecionista. Inicia-se assim uma nova fase, com negociações que poderão conduzir a tarifas mais baixas do que as inicialmente anunciadas ou, no cenário mais negativo, a tarifas de retaliação que poderão aumentar os riscos de uma guerra comercial. Atualmente, o aumento da incerteza e o nível crescente de tarifas introduzem riscos de queda para o crescimento global, bem como riscos de aumento para a inflação nos EUA, com o impacto dos preços no resto do mundo mais incerto.

A Alemanha chega a um acordo histórico para reformar o «travão da dívida» e aprovar um pacote orçamental significativo. Os três partidos maioritários no parlamento cessante (CDU/CSU, SPD e os Verdes), que detinham confortavelmente mais de dois terços dos assentos parlamentares, chegaram a um acordo para alterar a constituição e flexibilizar o conhecido travão da dívida, introduzido em 2009, que estipulava que o défice público estrutural não devia exceder 0,35% do PIB e que só foi suspenso durante a pandemia de COVID. Deste modo, foi aprovado um Fundo de Investimento em Infraestruturas de 500 mil milhões de euros (12% do PIB em 2024) para os próximos 12 anos, foi decidido aumentar as despesas com a defesa para 3,5% do PIB (2,1% atualmente) e foi estabelecido que as despesas com a defesa que ultrapassem 1% do PIB não serão contabilizadas para efeitos do travão da dívida. Além disso, a Comissão Europeia anunciou o plano *ReArm Europe*, com o qual planeia reforçar as capacidades militares do continente, dotado de cerca de 800 mil milhões de euros (4,5% do PIB em 2024) durante os próximos quatro anos. Para tal, será necessário incentivar o investimento privado na indústria da defesa, facilitar aos Estados-Membros o aumento das despesas com a defesa através da flexibilização temporária dos limites orçamentais da UE e criar o mecanismo de Ação Segurança para a Europa (SAFE). O SAFE concederá empréstimos aos Estados-Membros e será dotado de 150 mil milhões de euros, uma grande parte dos quais poderá provir dos empréstimos já aprovados no âmbito dos fundos NGEU que não foram solicitados pelos países.

Cenário de grande incerteza para a economia da zona euro. O volume significativo das medidas anunciadas apoiará o crescimento, sobretudo em 2026 e 2027. No entanto, justifica-se alguma cautela, não só porque o aumento do protecionismo comercial limitará a dimensão do impulso orçamental anunciado, mas também porque ainda não foi especificado o modo como será aplicado o aumento das despesas da UE com a defesa ou o calendário de aplicação do Fundo Alemão de Investimento em Infraestruturas, bem como o multiplicador orçamental destas medidas. A experiência com os fundos do NGEU (ver Dossier no IM03/2025) mostra as dificuldades na execução de projetos de investimento de grande dimensão. Até ao momento, os indicadores de sentimento empresarial melhoraram perante a expectativa deste estímulo orçamental, mas ainda não captaram o possível impacto das últimas tarifas anunciadas por Trump. De facto, em março, o indi-

Índice de surpresas económicas

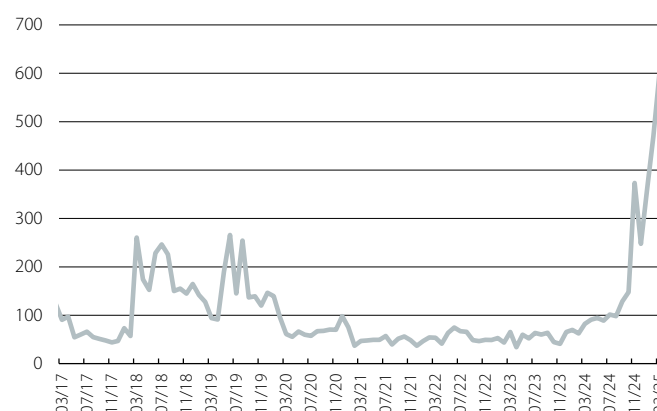
Desvio em relação ao esperado



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

Índice de incerteza da política comercial

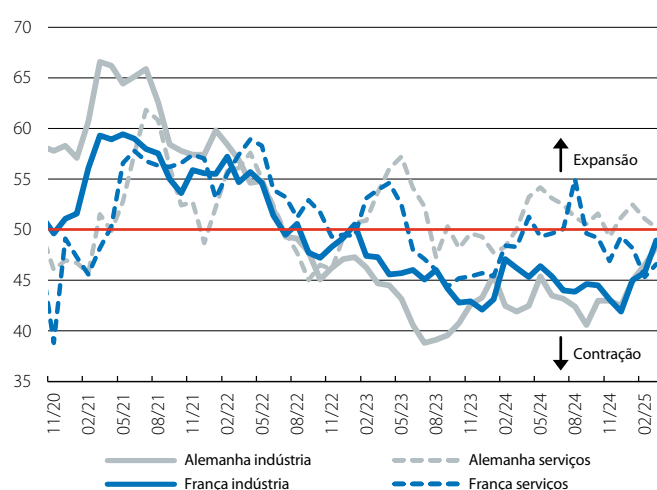
Frequência da repetição de conceitos relativos à incerteza da política comercial na imprensa



Fonte: BPI Research, com base nos dados de Caldara, S.R., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. e Raffo, A. (2020). Atualizados em <https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm#overview>.

Zona euro: PMI por componentes

Índice



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

cador de sentimento económico ZEW da Alemanha registou o maior aumento em quase dois anos e o indicador de confiança empresarial Ifo atingiu o seu máximo desde o verão de 2024 (+1,4 pontos, para 86,7), enquanto na zona euro o PMI compósito subiu para 50,4, o terceiro mês consecutivo acima do limiar de 50, indicando um crescimento positivo, graças ao setor da indústria transformadora.

Aumentam os riscos de um abrandamento económico mais acentuado nos EUA. O contínuo braço de ferro sobre as tarifas e os cortes nas despesas públicas alimentaram os receios, intensificados após o *Liberation Day*, de que a economia abrande mais do que o previsto. A confiança dos consumidores foi a primeira a sofrer com este aumento da incerteza, uma vez que as famílias receiam uma deterioração do mercado de trabalho e um aumento da inflação devido ao protecionismo comercial. Assim, o índice do Conference Board tem vindo a cair ao longo do ano e, em março, atingiu o mínimo desde janeiro de 2021. Todavia, os indicadores do sentimento empresarial e do clima, que apontam para uma certa moderação da atividade no 1T 2025, continuam a manter-se em valores compatíveis com um crescimento positivo, ainda que modesto. De facto, em março, o PMI compósito subiu de forma expressiva (+1,9 pontos, para 53,5) e o ISM dos serviços conseguiu manter-se acima do limiar de 50 (50,8 vs. 53,5), ao passo que o ISM da indústria transformadora se manteve nas referências, o que aponta para uma quase estagnação (49,0 vs. 50,3).

Um mercado de trabalho ainda muito dinâmico no 1T. Em março, foram criados 228.000 postos de trabalho não agrícolas, a taxa de desemprego aumentou apenas 0,1 p. p., para 4,2%, e os despedimentos atingiram um mínimo de 1,0% do emprego total. Estes dados evidenciam que o efeito das medidas adotadas pelo DOGE, que se traduziram numa perda acumulada de cerca de 14.000 empregos federais entre fevereiro e março, é, por enquanto, bastante reduzido. Isto porque o setor público representa apenas 15% do total do emprego não agrícola, diminuindo para apenas 1,8% no caso do emprego federal.

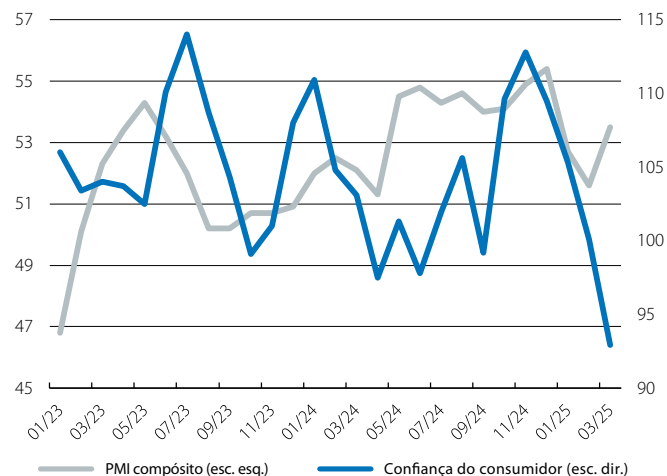
Riscos de subida da inflação nos EUA e sem uma tendência clara na zona euro. Em fevereiro, tanto a inflação global como a inflação subjacente nos EUA caíram 0,2 p. p., para 2,8% e 3,1% respetivamente, na sua primeira descida em cinco meses. Não obstante os dados positivos, os riscos para a inflação continuam concentrados em sentido ascendente, devido ao atual contexto de agravamento das tensões comerciais. De facto, no seu cenário macroeconómico de março, a Fed reviu a inflação em alta precisamente devido ao impacto das tarifas e ao aumento da incerteza. Deste modo, a Fed adia até 2027 o momento em que a inflação regressará ao seu objetivo de 2,0%, ao passo que na zona euro a inflação retomou a sua trajetória de moderação: em março, a inflação global desceu 0,1 p. p., para 2,2%, e a inflação subjacente 0,2 p. p., para 2,4%, dado que a inflação dos serviços continuou a descer (3,4% vs. 3,7%) e já se encontra no nível mínimo desde junho de 2022. Além disso, o BCE reviu moderadamente em alta a sua estimativa para a inflação em 2025, mas manteve inalteradas as previsões para os próximos dois anos.

A China terá de continuar a aplicar medidas de estímulo para atingir os seus objetivos de crescimento. Na reunião anual das Duas Sessões, o Governo chinês voltou a fixar um objetivo de crescimento de cerca de 5% e, para o atingir, aplicará uma política orçamental «moderadamente expansionista», ainda fortemente orientada para medidas do lado da oferta. Contudo, a escalada do protecionismo bilateral com os EUA suscitou preocupações quanto à economia da China (as exportações para os EUA representam cerca de 3% do seu PIB).

EUA: índices de confiança

(Índice = 50)

(Índice = 100)

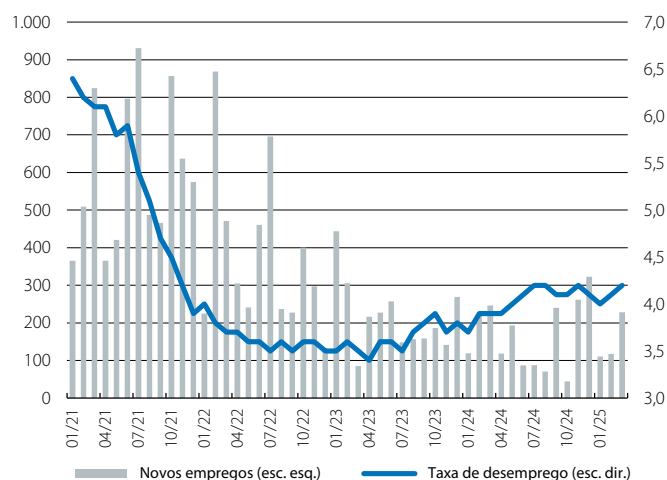


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Conference Board e da S&P Global.

EUA: mercado de trabalho

(Milhares de pessoas)

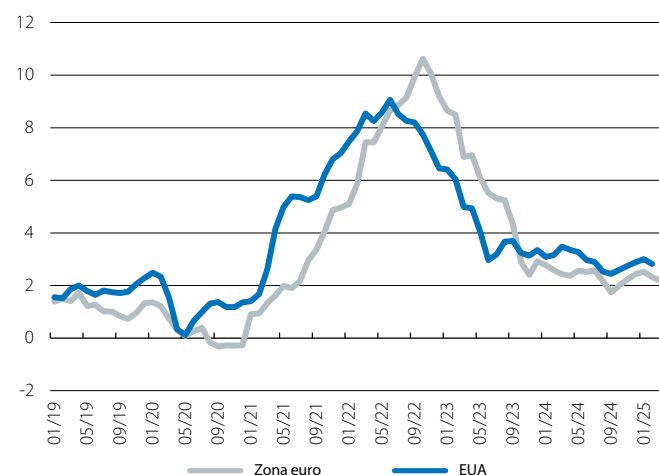
(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics.

Inflação global

Variação homóloga (%)



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

Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE

A nova Comissão Europeia completou os seus primeiros 100 dias em plena convulsão das relações transatlânticas. A implementação (e encenação) da agenda de Trump está a acelerar a mudança nas prioridades políticas que já se intuía para o segundo mandato de Von der Leyen. A necessidade premente de conceber uma UE mais competitiva é agora indissociável do objetivo de manter a segurança e a integridade das suas fronteiras. O próximo ciclo orçamental 2028-2034 deve refletir a ambição destes desafios a médio prazo, mas, até à sua definição, são necessárias negociações duras sobre a forma de os financiar e as questões críticas a resolver, como o futuro da Ucrânia e os compromissos da agenda climática.

Um plano para recuperar o Norte na competitividade mundial

Em 29 de janeiro, a Comissão Europeia apresentou a Bússola da Competitividade,¹ um roteiro para 2025-2026 que traduz as recomendações dos relatórios Letta e Draghi² em ações políticas e mantém os três grandes objetivos deste último: eliminar o *gap* de inovação em relação aos concorrentes mundiais, promover a descarbonização competitiva e reduzir as dependências estratégicas. Às ações específicas para cada um destes objetivos somam-se cinco alavancas horizontais, que incluem a simplificação da regulamentação para as empresas, o avanço no sentido de uma maior integração do mercado único, a promoção do financiamento através de novos produtos de poupança e investimento, a garantia de proporcionar competências adequadas ao mercado de trabalho e a melhoria da coordenação dos instrumentos europeus através da dinamização de projetos comuns.

A Comissão Europeia já apresentou várias propostas de ação política em domínios relevantes, que têm agora de ser aprovadas pelo Conselho e pelo Parlamento Europeu. Entre estas, destacam-se dois pacotes de simplificação regulamentar no domínio da sustentabilidade, com base no objetivo comum de reduzir os encargos administrativos das empresas em, pelo menos, 25% (35% no caso das PME). Destaca-se igualmente um novo pacto para a indústria limpa, que inclui a mobilização de 100 mil milhões de euros para a produção de tecnologias limpas na UE e um plano de ação para reduzir os custos da energia para os consumidores e as empresas, que poderá permitir uma poupança de 45 mil milhões em 2025 (e até 260 mil milhões em 2040).

E, entre o que está para vir em 2025, há muita expectativa em relação à revisão da regulamentação em matéria de auxílios estatais e do quadro da concorrência, bem como à estratégia para reduzir a fragmentação do mercado interno. Desta última já fez avançar uma proposta para impulsionar a União da

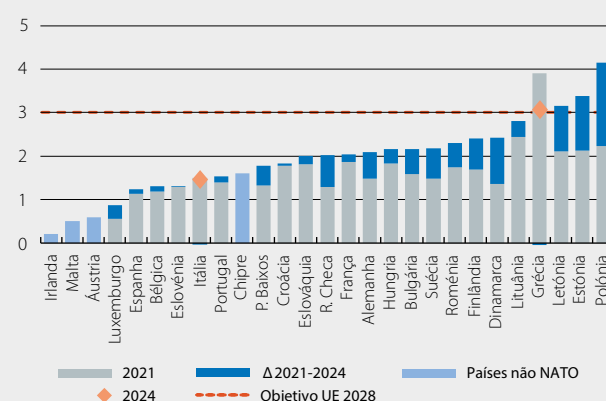
Poupança e do Investimento (SIU),³ cujo principal objetivo é facilitar a canalização das poupanças das famílias para o financiamento de setores estratégicos.

Despesas com a defesa, mais e mais depressa do que o previsto

No âmbito da Bússola da Competitividade e das novas realidades geopolíticas, a UE está a acelerar o passo em 2025 para reduzir a sua dependência estratégica dos EUA em matéria de defesa.⁴ O catalisador foi a aposta da nova administração Trump no unilateralismo no domínio da política externa, que quebrou o eixo atlântico com uma retórica muito dura em relação à Europa – longe da abordagem transacional esperada – e deu oxigénio à Rússia para além do conflito na Ucrânia.⁵ A resposta foi dada sob a forma de um ambicioso pacote de medidas (*ReArm Europe*), que inclui a ativação da cláusula de salvaguarda nas regras fiscais, o que pode libertar cerca de 650 mil milhões para despesas de defesa nos próximos quatro anos, bem como um novo instrumento comunitário com 150 mil milhões em empréstimos aos Estados-Membros para facilitar as aquisições conjuntas e reforçar as capacidades pan-europeias (*Security Action for Europe*, SAFE).

Este pacote de medidas permitirá aumentar a despesa anual com a defesa no conjunto da UE em um pouco mais de 1 ponto percentual do PIB até 2028, ultrapassando o valor de 3% e aproximando-se dos valores dos EUA na última década. Contudo, o ponto de partida é muito heterogéneo, pelo que, se for estabelecido um objetivo comum, o esforço fiscal será também muito diferente entre os Estados-Membros (ver o primeiro gráfico). Por razões

Despesas com a defesa em 2021 e aumento até 2024 (% e pp do PIB)



Nota: Últimos dados disponíveis para os países da UE que não são membros da NATO (2023 para a Áustria e 2022 para Chipre, Irlanda e Malta); dados de 2024 em losangos para os países com uma redução das despesas com a defesa a partir de 2021 (Grécia e Itália).

Fonte: BPI Research, com base em dados da NATO e do Eurostat.

3. Comissão Europeia (2025). «Savings and Investments Union: A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU», comunicação da Comissão Europeia, COM(2025)124 final.

4. Comissão Europeia (2025). «Joint White Paper for European Defence Readiness 2030», JOIN (2025) 120 final.

5. Ver o Focus «A reconstrução da Ucrânia e as possíveis implicações para o panorama energético europeu» neste mesmo *Relatório Mensal*.

1. Ver Comissão Europeia (2025). «A Competitiveness Compass for the EU», comunicação da Comissão Europeia, COM(2025)30 final.

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

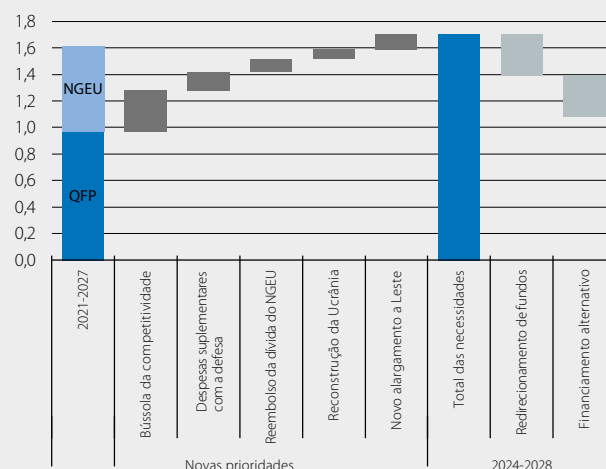
óbvias, os países que fazem fronteira com a Rússia e a Ucrânia foram os que registaram o aumento mais significativo desde 2021 e apresentaram os rácios mais elevados em 2024, com destaque para os 4,2% da Polónia, ao passo que, entre as grandes economias, a Alemanha e França se situaram em torno da média, seguidas a alguma distância por Itália (1,5%) e Espanha (1,2%). Em alguns casos, eliminar este *gap* implicará uma pressão adicional sobre o limitado espaço orçamental,⁶ pelo que é provável que se redirecionem fundos comunitários não utilizados, como os do NGEU.⁷

Priorizar com um orçamento à altura dos desafios

A Comissão Europeia apresentará em julho deste ano a sua proposta para o Quadro Financeiro Plurianual (QFP) 2028-2034. Este novo ciclo orçamental nasce num contexto bem diferente do anterior, aprovado em 2020 em plena gestão da pandemia. O contexto geopolítico afigura-se mais hostil, com um conflito armado na fronteira oriental da UE e a quebra da histórica aliança transatlântica, bem como o contexto geoeconómico, com riscos de escalada do protecionismo e de fragmentação comercial. Um cenário que vai exigir recursos substanciais para permitir o financiamento simultâneo da Bússola da Competitividade, do aumento das despesas com a defesa, da reconstrução da Ucrânia⁸ e de uma possível nova fase de alargamento a Leste liderada por este país,⁹ bem como o reembolso da dívida conjunta emitida para financiar o NGEU.¹⁰ Tendo em conta todos estes fatores, estimamos que o orçamento anual da UE poderá aumentar de 1% do PIB em 2021-2027 para as necessidades totais de despesa de 1,7% em 2028-2034, um salto de dimensão semelhante ao dos fundos do NGEU (ver o segundo gráfico).¹¹ Uma parte deste aumento poderá ser canalizada através de uma reorientação dos recursos do ciclo anterior, incluindo

Estimativa do orçamento anual da UE para 2028-2034

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base no relatório Draghi (2024) e nas referências citadas neste artigo publicadas no Bruegel (2024) e no Parlamento Europeu (2024, 2025).

os recursos não utilizados do NGEU, bem como de fontes alternativas de financiamento: emissões de dívida conjunta, novos recursos próprios da UE ou até mesmo a alienação de ativos russos congelados na sequência da invasão da Ucrânia.¹²

O caminho até à aprovação de um novo QFP não estará isento de espinhos. A fragilidade política interna intensificou-se após o último ciclo eleitoral, incluindo as eleições para o Parlamento Europeu em 2024. Além disso, a perspetiva de uma maior despesa pública poderá trazer tensões aos mercados de dívida soberana,¹³ estando ainda por determinar o impacto sociopolítico da aparente viragem da nova Comissão Europeia em matéria ambiental, com uma agenda climática cada vez mais subordinada ao impulso competitivo.

Porém, a unanimidade do Conselho na aprovação da proposta do plano europeu de defesa, juntamente com os recentes sinais de recuperação no eixo Paris-Berlim, permitiu um certo otimismo na promoção de um orçamento ambicioso que esteja à altura dos desafios. Ao contrário da urgência que orientou os acordos históricos para o NGEU em 2020, temos agora a vantagem de ter sido feita uma profunda reflexão prévia sobre as prioridades da UE através dos relatórios Letta e Draghi, facilitando a seleção de ações políticas que tenham um verdadeiro impacto e sejam significativas a médio prazo para 450 milhões de europeus.

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

7. Ver o Dossier «Capacidade de transformação do NGEU e outros planos de estímulo fiscal» no IM03/2025.

8. Banco Mundial (2025). «Ukraine: Fourth Rapid Damage and Needs Assessment Fourth Rapid Damage and Needs Assessment».

9. Ver Darvas, Z. e Mejino-López, J. (2024). «What enlargement could imply for the European Union's budget», Bruegel.

10. Ver Darvas, Z. e McCaffrey, C. (2024). «Management of debt liabilities in the EU budget under the post-2027 MFF», Parlamento Europeu.

11. Assumimos os seguintes pressupostos no cálculo pormenorizado apresentado no gráfico: i) o setor público financia uma quarta parte dos 800 mil milhões (mM) anuais identificados no relatório Draghi como necessidades de investimento e 25% são cobertos pelo orçamento comunitário através dos fundos Bússola da Competitividade; ii) as despesas suplementares com a defesa correspondem ao financiamento comum de 25% do aumento de 1 ponto percentual do PIB, excluindo as necessidades já identificadas no relatório Draghi (20 mM anuais); iii) o reembolso da dívida conjunta do NGEU situa-se na ordem dos 20-25 mM anuais; iv) consideramos que metade do custo de reconstrução da Ucrânia (500 mM nos próximos 10 anos, de acordo com o Banco Mundial) será assumido pelas administrações europeias e, com base no que foi observado até à data, 50% será financiado conjuntamente; v) de acordo com diferentes fontes, o custo para o orçamento comunitário de um eventual alargamento a Leste seria da ordem dos 20 mM anuais; vi) reorientação de 25% dos fundos correspondentes ao período 2021-2027; e vii) o financiamento alternativo considera o *rollover* do conjunto da dívida do NGEU, a alienação de cerca de 100 mM de ativos russos e novos capitais próprios no valor de 35 mM anuais.

12. Kowald, K. e Pari, M. (2025). «Future of EU long-term financing», Parlamento Europeu.

13. Ver o Focus «A viragem orçamental da Alemanha e o bund: quando a segurança tem um preço» neste mesmo Relatório Mensal.

A reconstrução da Ucrânia e as possíveis repercussões no cenário energético europeu

Desde que Donald Trump se tornou presidente dos EUA, tem havido uma sucessão de tentativas para levar a Rússia e a Ucrânia à mesa das negociações. Um primeiro passo foi dado em 25 de março com a assinatura de um cessar-fogo parcial entre os dois países, que visa garantir a segurança da navegabilidade e do comércio no Mar Negro. Incluiu também o compromisso de não realizar ataques às infraestruturas energéticas, sublinhando a importância deste setor para ambas as nações, tanto em termos de abastecimento interno como das receitas geradas pela exportação de combustíveis fósseis. Independentemente das considerações políticas e sociais, um acordo de paz duradouro teria um efeito positivo nos fluxos internacionais de energia e iria favorecer a descida dos preços, nomeadamente do gás natural. Reconhecendo esta vantagem e a necessidade de restaurar as instalações energéticas danificadas durante a guerra, a UE começou a considerar o futuro da reconstrução da Ucrânia, as suas infraestruturas energéticas e outros setores relevantes para o crescimento económico.

Os custos da reconstrução

Juntos, o Banco Mundial, a UE e a ONU¹ estimaram o valor dos prejuízos diretos da guerra na Ucrânia, entre fevereiro de 2022 e dezembro de 2024, em 176.000 milhões de dólares (170.000 milhões de euros), 15,8% acima da estimativa feita no final de 2023. No último ano, o aumento dos danos foi generalizado ao setor residencial, transporte, comércio e indústria. Em contrapartida, as perdas no setor da energia aumentaram 70%, devido aos danos causados aos ativos relacionados com a produção e o transporte de eletricidade, as infraestruturas de distribuição de energia e o aquecimento urbano (ver primeiro gráfico).

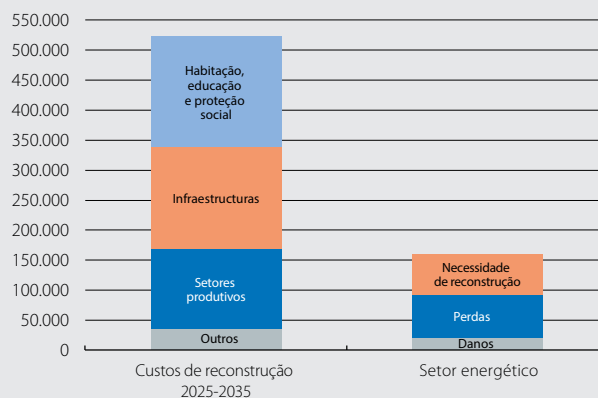
Segundo uma estimativa destas três agências internacionais, o custo das necessidades de reconstrução e recuperação dos setores público e privado da Ucrânia durante a próxima década ascenderá a 524.000 milhões de dólares (506.000 milhões de euros), cerca de 2,8 vezes o PIB nominal estimado da Ucrânia em 2024. A lista de prioridades na afetação dos auxílios é encabeçada pela habitação (com 16% do total), seguida dos transportes (15%), da energia (12%), do comércio e da indústria (12%) e da agricultura (11%).

Simultaneamente, a fim de obter o apoio necessário para a futura adesão da Ucrânia à UE, o Governo ucraniano lançou um programa de reformas e investimentos ao abrigo do Plano Ucrânia.² No caso específico do setor da energia,

1. Ver «Quarta Avaliação Rápida dos Danos e das Necessidades da Ucrânia (RDNA4)». World Bank Document, fevereiro de 2025.

Ucrânia: custos da reconstrução económica e energética

(Milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Mundial, da UE e da ONU.

estão a ser tomadas medidas para oferecer oportunidades atrativas ao setor privado e foram aceleradas as reformas legislativas e estruturais (centradas na melhoria da segurança energética e na transição para as energias renováveis), a fim de alinhar o setor com as normas e padrões da UE, como requisito essencial para poder competir nos mercados europeus.

O que acontecerá ao cenário energético europeu após os acordos de paz?

Uma das questões mais debatidas em torno dos acordos de paz, parciais ou totais, e do processo de reconstrução é o que acontecerá ao cenário energético europeu. Questões como a de saber se a Europa voltará a ser um dos principais clientes energéticos da Rússia ou qual o impacto que o regresso da Rússia à cena europeia terá nos preços do crude e do gás natural estão no centro de muitas das questões por responder.

No que respeita ao petróleo, após a invasão da Ucrânia, o Ocidente sancionou as exportações russas de crude,³ mas isso não impediu a Rússia de manter uma elevada taxa de produção. Entretanto, os fluxos da Rússia para a Europa foram efetivamente minimizados (ver segundo gráfico) e

2. Em maio de 2024, o Governo ucraniano adotou o Plano Ucrânia da UE. Trata-se de um programa global de reformas e investimentos para o período 2024-2027, que abrange a maioria dos setores da economia ucraniana.

3. Em 2022, os EUA e o Reino Unido proibiram as importações de petróleo e de produtos petrolíferos da Rússia. Em 2023, a UE restringiu a prestação de serviços associados (transporte marítimo e seguros marítimos) aos importadores de crude russo. Entretanto, em 2022, o G-7 impôs um limite máximo de 60 dólares para o preço de venda do barril de crude russo no mar. Não afeta o petróleo bruto que chega à Europa por oleoduto aos países sem acesso ao mar.

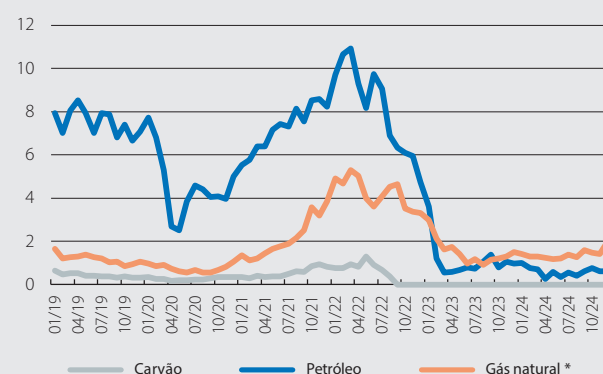
os carregamentos de petróleo russo foram redirecionados para a China, a Índia e a Turquia. A Europa, pelo contrário, compensou esta falta com barris provenientes do Médio Oriente e dos EUA. Num eventual acordo de paz, existe a possibilidade de os EUA aliviarem as sanções sobre o limite de preços do G-7, pelo que o atual prémio de desconto a que o barril dos Urais é negociado seria diluído e perderia a vantagem competitiva sobre o preço do barril de Brent para os compradores asiáticos. Este movimento não deverá afetar significativamente o volume das importações de petróleo da Europa e os preços poderão sofrer uma pressão no sentido descendente, relacionada com o aumento da oferta de barris da OPEP a partir de abril.

No caso do gás natural, pelo contrário, o acordo de paz poderá ter mais implicações para a Europa. O cenário europeu do gás não é hoje o mesmo que era antes do início da guerra. Por um lado, a procura de gás natural no Velho Continente diminuiu 20% entre 2021 e 2024. O aumento do preço do gás natural na Europa desde o início da guerra, a implantação das energias renováveis e as políticas de poupança de energia promovidas pela UE⁴ conduziram a uma redução considerável da procura. Por outro lado, a Europa tem procurado fornecedores alternativos de gás natural e tem dado maior destaque ao gás natural liquefeito (GNL), principalmente de origem norte-americana, e a toda a indústria de armazenamento e regaseificação associada a este combustível. No entanto, é de notar que, embora as exportações russas de gás natural para a Europa tenham sido drasticamente reduzidas desde 2022, a Rússia continuou a vender GNL à Europa, representando 18% das importações totais de GNL da Europa (excluindo a Turquia) em 2024.

Além disso, outro fator que também se alterou drasticamente foram as rotas do gás importado da Rússia para a Europa por gasoduto. Das quatro rotas de acesso que existiam no início da guerra (Yamal através da Polónia, Nord Stream através da Alemanha, Brotherhood através da Ucrânia e Turk Stream através da Turquia), apenas o gasoduto turco está atualmente operacional. Ao contrário do que acontece com o petróleo, a UE não sancionou explicitamente os fluxos de gás natural por gasoduto, e as interrupções do abastecimento deveram-se a questões jurídicas, políticas e logísticas.

4. Ver «REPowerEU: Política energética nos planos de recuperação e resiliência dos países da UE», que tem como objetivo acabar com a dependência dos combustíveis fósseis russos até 2027, poupando energia e diversificando o fornecimento. E o «Objetivo 55», o pacote de medidas da UE sobre a legislação climática europeia com o objetivo de reduzir as emissões de gases de efeito estufa da UE em pelo menos 55% até 2030.

Rússia: exportações de minerais fósseis para a UE (Mil milhões de dólares)



Nota: * Inclui gás natural e GNL.

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

Não obstante, em tempo de paz, parece pouco provável que o volume das exportações de gás natural da Rússia para a Europa regresse aos níveis anteriores à guerra. Nos últimos três anos, os países da UE inverteram a preferência por energia barata a favor da segurança energética. À exceção da Eslováquia e da Hungria, que apoiarão a diversificação dos fornecedores e não investirão significativamente na recuperação dos gasodutos suspensos, a maioria dos membros é contra o regresso do gás russo à Europa. Mais ainda, a guerra acelerou uma série de mudanças estruturais na UE com um perfil a mais longo prazo, como o investimento em fontes de energia renováveis, a deslocação de algumas indústrias intensivas em gás natural e o desenvolvimento da capacidade de GNL, o que diminui o potencial de crescimento da procura de gás natural russo.

Tudo indica que, perante um acordo de paz equilibrado entre a Rússia e a Ucrânia, é pouco provável que o regresso dos fluxos de petróleo e gás russos à Europa atinja os níveis anteriores ao conflito. Independentemente das questões políticas, jurídicas e de segurança, os danos consideráveis causados às infraestruturas energéticas da Ucrânia durante o conflito, apesar de constituírem um objetivo prioritário de reconstrução, atrasarão a normalização do trânsito destes fluxos.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	2,9	3,0	2,7	2,5	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	2,8	3,4	3,5	3,8	3,6	3,5	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	105,3	100,1	92,9
Produção industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,2	1,9	1,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	50,9	50,3	49,0
Habitacões iniciadas (milhares)	1.421	1.368	1.407	1.340	1.332	1.392	1.350	1.501	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	325	329	332	336	339	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,0	4,1	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	60,1	59,9	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,4	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	3,0	2,8	...
Taxa de inflação núcleo	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	3,1	...

JAPÃO

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Atividade									
PIB real	1,5	0,1	–0,7	–0,7	0,7	1,1	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	35,2	35,0	...
Produção industrial	–1,4	–3,0	–4,3	–3,5	–1,8	–2,5	2,3	4,5	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	11,0	13,0	13,0	14,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,2	–1,0	–1,1	–1,0	–1,0	–0,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	4,0	3,6	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,6	2,6	...

CHINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	5,3	4,7	4,6	5,4	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	4,7	2,6	2,7	3,8	...	4,0	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	...	5,9	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	49,1	50,2	50,5
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	995	841	864	897	995	1.049	1.041	...
Exportações	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	5,5	–2,3	...
Importações	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,2	–1,7	–16,5	1,5	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,5	–0,7	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,2	0,1	0,4	2,1	2,1	1,5	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,6	-3,0	-4,7	-3,9	-1,7	-1,5	0,0	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-15,3	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-13,6	-14,5
Sentimento económico	96,2	95,7	95,7	95,8	96,1	95,2	95,3	96,3	95,2
PMI indústrias	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	46,6	47,6	48,6
PMI serviços	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	51,3	50,6	51,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,7	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,1	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	7,3	7,4	...
Itália (% pop. ativa)	7,7	6,6	7,1	6,7	6,3	6,1	6,2	5,9	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,5	0,8	0,5	0,5	1,0	1,2	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,1	1,1	1,4	1,0	1,2	0,6	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,8	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Inflação global	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,5	2,3	2,2
Inflação núcleo	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,4

Setor externo

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Balança corrente	2,1	3,5	2,6	3,2	3,3	3,5	3,4	...	...
Alemanha	5,6	5,7	6,0	6,4	6,3	5,7	5,4	...	...
França	-1,0	0,4	-0,5	-0,4	0,0	0,4	0,2	...	...
Itália	0,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,4	1,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	93,2	92,7	94,6

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	0,3	0,4	1,0	1,4	2,0	2,2	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,2	0,3	0,5	0,9	1,3	1,5	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,1	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,8	4,7	4,3	4,1	...	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,2	2,9	3,8	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	18,3	14,3	10,5	5,9	3,3	2,0	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,2	20,6	19,8	22,1	18,5	17,3	19,8	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,3	...	...

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

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

Economia sinaliza abrandamento nos primeiros meses de 2025

Atividade dá sinais de desaceleração. Estes são refletidos no comportamento dos indicadores sintéticos, como o de sentimento económico da Comissão Europeia (passou de 106,5 no 4T 24 para 104,4 no 1T 25) e do indicador diário de atividade (passou de 2,2% homólogo no 4T 24 para 1,5% no 1T 25). Olhando para os *hard indicators*, a informação ainda é escassa, mas sugere que o consumo deverá continuar dinâmico, embora com menos importância nos bens duradouros. No setor externo, a informação disponível refere-se apenas a janeiro, e aponta para crescimento mais forte em volume das exportações de bens do que das importações. Em aberto fica a questão de este poder ter sido um movimento de antecipação face ao agravamento anunciado dos direitos aduaneiros. Em suma, continuamos confiantes quanto à expansão da atividade no 1T 25 – a estimativa rápida será divulgada no dia 30 abril – mas atentos aos sinais de arrefecimento associados ao agravamento dos riscos tanto a nível internacional como interno, na sequência da crise política que culminou na queda do governo e anúncio de eleições legislativas antecipadas a 18 de maio.

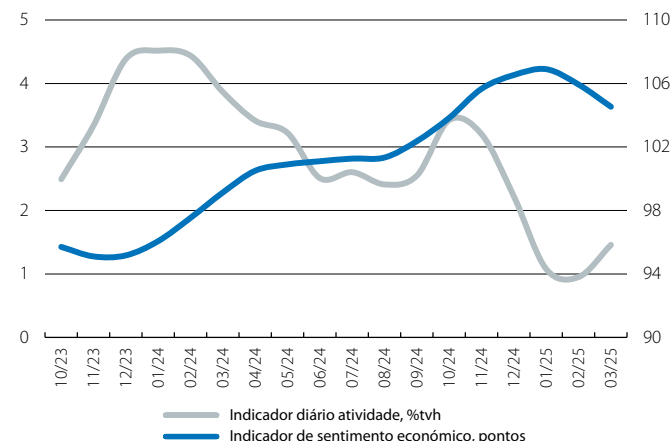
Inflação abaixo dos 2% em março. Com efeito, desde agosto de 2024 que não tínhamos uma variação homóloga do IPC Global abaixo deste patamar importante. Mais encorajador também porque o IPC Subjacente não se situava abaixo dos 2% desde dezembro de 2021, o que deverá significar algum desanuviamento também na evolução dos preços dos serviços (ainda não dispomos deste dado). Os preços na produção industrial continuam a dar suporte ao abrandamento da inflação (–0,4% homólogo em fevereiro) e a evolução dos salários reais no final do ano passado era já bastante mais moderada (perto dos 3% homólogo). Os dados parecem conjugar-se assim para um caminho de normalização na evolução dos preços; contudo, uma escalada de políticas tarifárias mais agressiva e efeitos imprevisíveis nos preços da energia (associados aos conflitos armados em curso) afiguram-se como os principais riscos.

O emprego segue a bater máximos históricos. De facto, em fevereiro, a população empregada aumentou 2,2% homólogo (dados preliminares e ajustados de sazonalidade), colocando o total (de 5.163.500 pessoas) no nível mais elevado da série histórica. Por sua vez, a taxa de desemprego aumentou ligeiramente de 6,3% em janeiro para 6,4% em fevereiro, um movimento semelhante ao observado no mesmo período do ano passado. Estes dados apontam que a taxa de desemprego poderá ficar entre 6,7%-6,8% no 1T do ano; a confirmar-se, ficaria abaixo da previsão do BPI Research (de 6,9%), explicado pelo comportamento excecional que o emprego continua a revelar.

Em 2024, a economia melhorou a sua capacidade de financiamento face ao exterior para 2,9% do PIB (1,7% em 2023). Para tal contribuíram as famílias, cuja capacidade de financiamento aumentou para 4,7% do PIB, mais 2,5 p. p. do que em 2023, reflexo do aumento da poupança para 24.292 milhões de euros, mais 9.322 milhões de euros do que em 2023, graças ao crescimento mais forte das remunerações (9%) e do rendimento disponível (10,5%) do que do consumo (5,8%). Tal resultou no aumento da taxa de poupança para 12,2% do rendimento disponível, o nível mais elevado desde 2004 (excluindo os anos da pandemia em

Indicadores sintéticos de atividade e sentimento

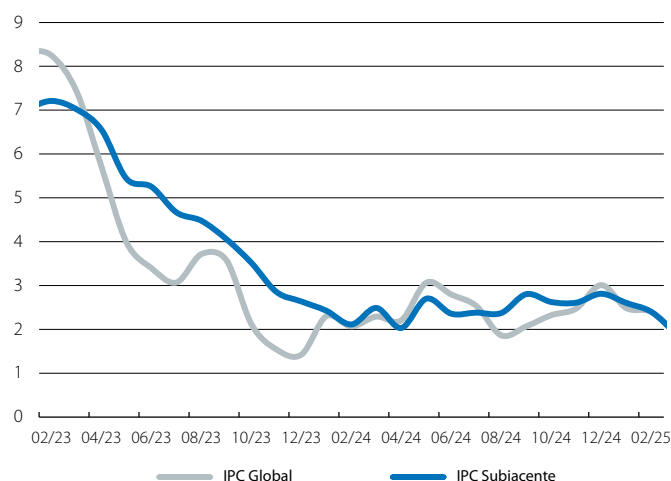
Média móvel 3 meses (% tvh) (Pontos)



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

IPC

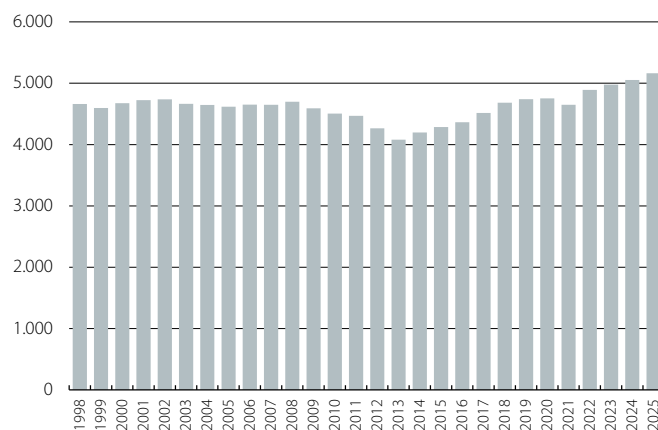
Var. homóloga (%)



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

População empregada no mês de fevereiro de cada ano

(Mil indivíduos)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade; os dados para 2025 são preliminares.

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

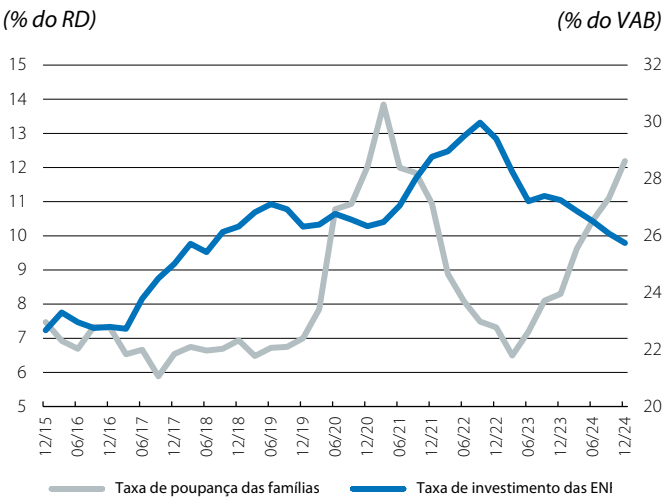
que o aumento da poupança foi um movimento forçado). Nos restantes setores, a capacidade de financiamento deteriorou-se face a 2023, destacando-se o setor público, que ainda assim permanece com um excedente (diminuiu 5 décimas para 0,7% do PIB) e o setor financeiro (menos 2 décimas para 1,9% do PIB). As empresas não financeiras aumentaram a necessidade de financiamento para 4,4% do PIB, +0,6 p. p. do que em 2023. No setor empresarial não financeiro, refere-se o crescimento pouco expressivo da formação bruta de capital (1,2% homólogo). Contudo, esta tendência poderá alterar-se a curto prazo, dada a expectativa de redução dos custos de financiamento bem como a uma possível aceleração na execução dos fundos europeus.

Depois de mais um ano surpreendente, a execução orçamental segue favorável. O saldo orçamental voltou a surpreender positivamente em 2024, registando um excedente de 0,7% do PIB, acima da previsão do Governo (0,4%) e da do BPI Research (0,5%). Tal como revelavam os dados mensais da execução orçamental ao longo do ano, o crescimento da despesa superou o da receita, o que justifica a descida do excedente orçamental face ao que tinha sido registado em 2023 (1,2%).¹ Entretanto, a execução até fevereiro não revela grandes surpresas: a receita continua a aumentar de forma expressiva (11,1%), principalmente pelo comportamento da receita fiscal (explica 74% do aumento homólogo), enquanto o aumento da despesa (4,1%) é principalmente devido ao comportamento das despesas com pessoal e prestações sociais, tal como antecipado no OGE 2025 (inclui a atualização das pensões de acordo com a lei e a valorização salarial dos funcionários públicos). Estimamos que o saldo orçamental tenha ficado em 4,2% do PIB nos primeiros dois meses do ano, face a 1,8% no período homólogo.

Os indicadores de qualidade creditícia do sector bancário português mantiveram-se robustos em 2024. De facto, o rácio de NPLs diminuiu no final de 2024 (-0,3 p. p.) face ao final de 2023, para 2,4%, explicado por todos os segmentos, com especial destaque para a redução mais expressiva no caso das empresas não financeiras. Ao mesmo tempo, a percentagem de empréstimos em stage 2 reduziu nos vários segmentos, com a queda a ser especialmente relevante no caso da habitação (-1,5 p. p., para 8,3%). No mesmo sentido, uma publicação recente do Banco de Portugal revela que a concessão de crédito à habitação tem ocorrido de forma mais prudente do que no passado; por exemplo, 69% das novas operações de crédito apresentaram um rácio *loan-to-value* médio ponderado de 69%, quase 60% das novas operações foram concedidas a indivíduos com risco de crédito baixo (face a 3% com risco elevado) e a maturidade média ponderada das novas operações continuou a diminuir, atingindo 31 anos em 2024, face ao máximo de 33,7 anos registado em janeiro de 2021 (apesar da redução, continua elevada na comparação europeia). Entretanto, a carteira de crédito ao setor privado não financeiro mantém a trajetória ascendente: em fevereiro, aumentou 3,0% homólogo, com crescimentos mais expressivos nos segmentos de crédito a particulares, nomeadamente crédito à habitação (4,5% homólogo) e ao consumo (5,8%); o aumento na carteira de crédito às SNF foi mais reduzido (0,3%). Ainda assim, apesar do crescimento da carteira de crédito a particulares, em percentagem do PIB, o rácio mantém-se em níveis mínimos, em torno dos 48%.

1. Ver artigo nesta publicação «Excedente orçamental supera (novamente) as expectativas».

Taxas de poupança das famílias e investimento das ENF



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

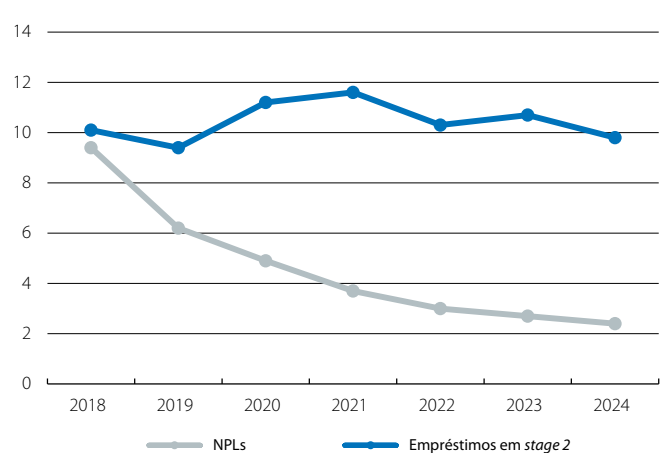
Execução orçamental da Adm. Pública (principais rubricas)

Janeiro-fevereiro (% PIB, exceto quando mencionado o contrário)	2019	2023*	2024	2025	Var. 2025 vs. 2019	Var. 2025 vs. 2024 (milhões euros)
Receitas	39,9	36,8	36,3	38,2	-1,6	1.921
Receita fiscal	23,5	21,0	19,4	21,2	-2,3	1.415
Contribuições Seg. Social	9,9	10,1	10,4	10,7	0,7	388
Despesas	36,3	31,6	34,5	34,0	-2,3	671
Despesas com pessoal	8,4	8,1	8,4	8,6	0,2	327
Transferências correntes	16,0	14,8	16,1	16,0	0,0	371
Aquisição bens e serviços	4,4	4,1	4,3	4,1	-0,3	15
Juros	4,2	2,6	2,6	2,1	-2,1	-168
Investimento	1,8	0,9	1,7	1,8	0,0	97
Saldo orçamental	3,6	5,2	1,8	4,2	0,6	1.250

Nota: * Valor ajustado da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA.

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

Rácio de NPLs e empréstimos em stage 2 *



Nota: * Incluem empréstimos que ainda não tiveram incumprimento, mas cujo risco de crédito aumentou significativamente face ao início do contrato.

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

Stock de capital: um handicap da economia portuguesa

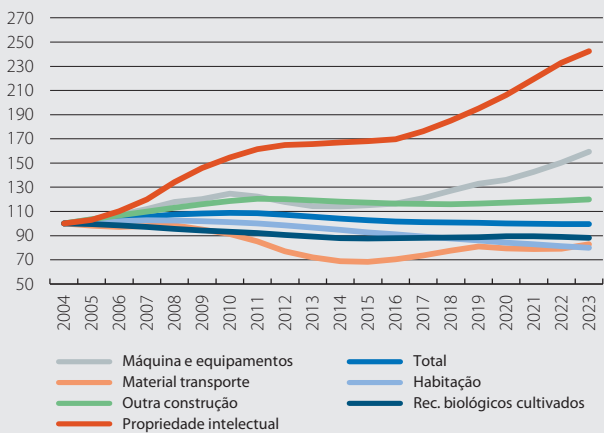
Nas últimas duas décadas, o stock de capital a preços constantes praticamente estagnou, o que indica que a formação bruta de capital fixo ocorrida no mesmo período, apenas compensou a depreciação dos ativos fixos, não constituindo incremento real do capital existente na economia, o que constitui um fator penalizador do avanço do potencial de crescimento da economia portuguesa.

Em 2023, o stock de capital global ascendia a 746,3 mil milhões de euros, um nível semelhante ao registado em 2004. Do ponto de vista do capital alocado a cada um dos setores de atividade, esta estagnação resulta da queda do investimento no setor imobiliário residencial, que representando mais de metade do stock de capital, diminuiu 20% entre 2004 e 2023, explicando cerca de 1/3 da estagnação do stock de capital. Contudo, há outros setores onde o movimento foi inverso, observando-se que o crescimento da formação bruta de capital fixo contribuiu para o incremento dos respetivos ativos. Entre estes estão os setores mais produtivos da economia, como o da maquinaria, equipamentos e sistemas de armamento, cujo aumento de 88% da FBCF entre 2004 e 2023, contribuiu para que o stock de capital neste segmento em volume passasse de 32 mil milhões de euros em 2004 para 51 mme em 2023, ou seja um incremento de 60%; e o dos produtos de propriedade intelectual, cujos ativos fixos aumentaram, 142%, quase tanto como a FBCF no setor (147%), ascendendo a 21,3 mme.

Pese embora esta evolução, tanto os ativos fixos no setor da maquinaria e equipamentos como no dos produtos de propriedade intelectual continuam a comparar mal com outros países europeus. Com efeito, em Portugal os ativos do setor da maquinaria e equipamento representam 7,6%

Stock de capital por setor (volume)

2004 = 100



Fonte: BPI Research com base em dados do BdP.

do total,¹ pouco mais de metade do observado em outras economias (em Espanha, por exemplo, representa 13,9%); e no setor dos produtos de propriedade intelectual representa apenas 2,3% do stock de capital total, metade dos níveis registados nas maiores economias europeias e em linha, mas abaixo dos níveis registados em países com dimensão idêntica à de Portugal. Apesar da redução do stock de capital no setor imobiliário residencial, o peso do stock de capital na construção mantém-se acima dos níveis observados noutras economias.

O elevado peso do setor da construção e a ainda reduzida importância dos capitais investidos em setores mais geradores de valor acrescentado, explicará o facto de em termos médios, a produtividade total dos fatores ter evoluído desfavoravelmente face a outros países semelhantes

Stock de capital por setor (% do total)

2022	Habitação	Outros edifícios	Outras estruturas	Màq., equip. e armamento	Rec. Biológicos cultivados	I&D	Software inform. e bases de daos	Outros prod. Prop. Intelectual	Inventários
Alemanha ¹	50,1	21,4	10,5	13,1	0,1	4,4	0,6	0,1	0,0
França	56,2	8,8	17,0	7,7	0,2	2,3	1,8	0,1	5,8
Itália	44,8	16,8	15,9	12,1	0,1	1,8	1,0	0,2	7,3
Espanha	40,9	16,4	22,3	13,9	0,4	—	—	2,7	3,3
Estónia	29,9	38,2	9,0	13,9	0,2	1,3	1,4	0,2	6,0
Hungria	23,7	24,8	26,3	14,8	0,2	1,3	0,9	0,1	8,0
Eslovénia	26,4	24,9	16,8	13,3	0,3	2,0	0,7	0,1	15,4
Portugal	48,2	15,2	17,5	7,6	0,7	1,3	0,9	0,1	8,5
Polónia	23,2	24,0	29,3	15,5	0,5	1,7	—	1,7	4,1
Grécia	45,8	11,9	16,3	13,1	0,1	1,6	0,5	0,1	10,6
República Checa	41,8	21,5	9,3	11,9	0,2	1,9	1,5	0,3	11,6

Nota: 1. Dados para a Alemanha são de 2017.

Fonte: Banco BPI com base em dados do Eurostat.

1. A fonte destes dados é o Eurostat que para o conjunto de países escolhido só disponibiliza dados a preços correntes entre 2012 e 2022.

ao nosso. Tendo presente que a produtividade total dos fatores traduz a capacidade de crescimento de uma economia para além da acumulação de fatores produtivos trabalho e capital, parece que a evolução desta evidência avanços limitados associados a transformações tecnológicas, inovação e eficiência.

Complementando os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal e Eurostat, com informação recolhida no site do *Conference Board*, que desagrega os contributos dos fatores trabalho e capital para o crescimento do PIB em quantidade e qualidade,² no caso do fator trabalho e o capital repartido em equipamentos TIC e não TIC, confirmam-se os sinais vindos da distribuição do capital pelos diversos setores de atividade. Com efeito, observa-se que a atividade económica portuguesa tem estado muito assente em setores trabalho intensivo, destacando-se o contributo dado pelo nível de emprego na economia, enquanto os contributos dos restantes fatores são consideravelmente menos substanciais, nomeadamente o contributo do fator capital, tanto na vertente de investimentos em setores produtivos mais tradicionais, como em setores ligados às novas tecnologias.

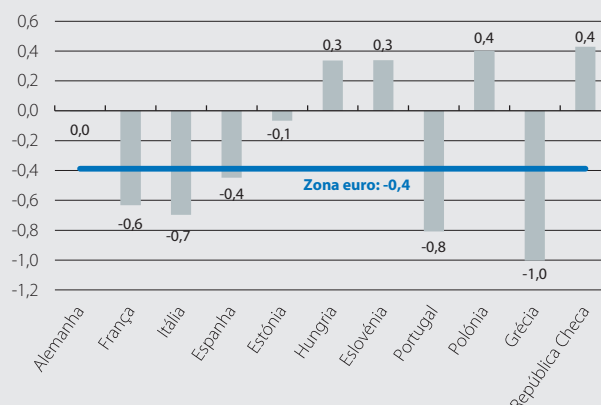
A imagem deste aspeto da economia ainda não é favorável, mas há sinais de mudança que precisam de ser consolidados, para não perdermos o comboio dos ganhos de produtividade necessários para reforçar o rendimento e o poder de compra da população. Destes aspetos que se espera consolidação nos anos vindouros refere-se que desde 2015, os ativos fixos nos setores produtivos da economia têm vindo a crescer a um ritmo superior ao do produto interno bruto. De facto, desde 2015, o *stock* de capital em maquinaria, equipamentos e sistemas de armamento tem crescido a um ritmo médio anual de 4,2% e no setor dos produtos de propriedade intelectual a um ritmo anual de 4,7%, o que compara com um crescimento médio do PIB real de 0,9%. No mesmo período, o emprego entre a população mais qualificada aumentou 4,7% ao ano, enquanto o emprego total avançou a um ritmo de 2,1%. Finalmente, uma referência ao investimento direto estrangeiro realizado nos últimos anos, que evidencia sinais de alteração do setor destino, de setores mais tradicionais para setores com maior incorporação de tecnologias avançadas.³ Graficamente, os contributos das qualificações da população empregada são já visíveis na figura 4; são positivos, mas ainda diminutos nas componentes de capital, evidenciando a necessidade de mais investimento em atividades produtivas.

2. No que concerne à variável trabalho, a separação entre quantidade e qualidade resulta de, no primeiro caso, serem usados os dados agregados relativos ao emprego a partir das horas trabalhadas, ou se estas não estiverem disponíveis, utilizando o total de pessoas empregadas. Para a avaliação do fator trabalho na vertente qualidade são tidas em conta alterações na composição da força de trabalho, utilizando informação relativa ao emprego e remunerações por nível de habilitações da população empregada.

3. Sobre IDE ver o artigo no IM03: mais investimento estrangeiro e maior diversificação.

Crescimento médio da produtividade total dos fatores

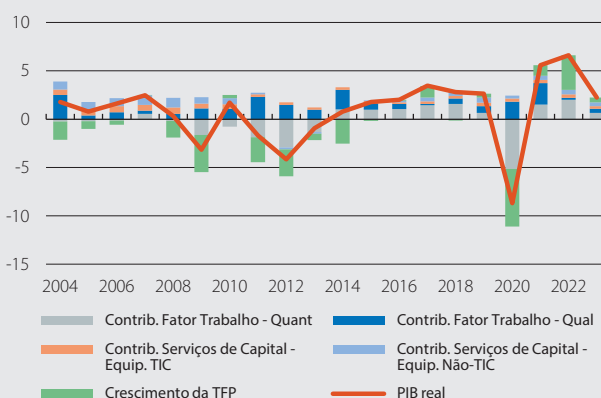
Entre 2004-2023 (%)



Fonte: BPI Research com base em dados do Conference Board.

Contributos dos fatores capital e trabalho para o crescimento do PIB real

Valores apresentados em logar



Fonte: BPI Research com base em dados do Conference Board.

Teresa Gil Pinheiro

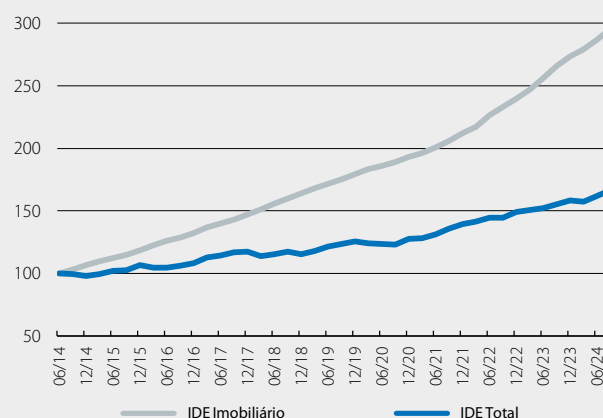
Investimento Direto Estrangeiro no Imobiliário em Portugal

No relatório IM03 já abordámos o tema do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) em Portugal.¹ Tocámos em temas como o crescimento comparativamente a outros países europeus, os fatores de atratividade, as origens do capital, a repartição por setores e as perspetivas. Dando continuidade à temática, neste artigo debruçamo-nos especificamente no tema do IDE imobiliário. Pretendemos avaliar qual o seu peso, como tem evoluído (também face à globalidade do IDE), as dinâmicas recentes e a origem dos capitais. Com efeito, num ano de 2024 em que o investimento como um todo (FBCF) desacelerou por comparação com o ano anterior, importa perceber como se tem comportado o IDE em imobiliário face à sua importância estratégica, tendo influência no mercado da habitação e na hotelaria, por exemplo.

No fecho do 3T 2024, o *stock* de IDE imobiliário ascendia a 33,8 mil milhões de euros, cerca de 17% do *stock* total de IDE. Apesar do crescimento médio do IDE como um todo em Portugal ser superior à média da UE,² o ritmo de crescimento do *stock* de IDE imobiliário é ainda mais forte como é possível ver no primeiro gráfico. Tomando como ponto de partida o trimestre em que o país saiu da assistência financeira da «Troika», vemos que no 3T 2024 o *stock* de IDE associado ao investimento imobiliário quase triplicou, uma variação muito superior face ao *stock* de IDE na globalidade (+67%). Assim, nos últimos 10 anos o IDE como um todo cresceu a uma CAGR³ de 5,1% enquanto o IDE imobiliário registou uma CAGR de 10,9%.

IDE total e IDE Inv. Imobiliário

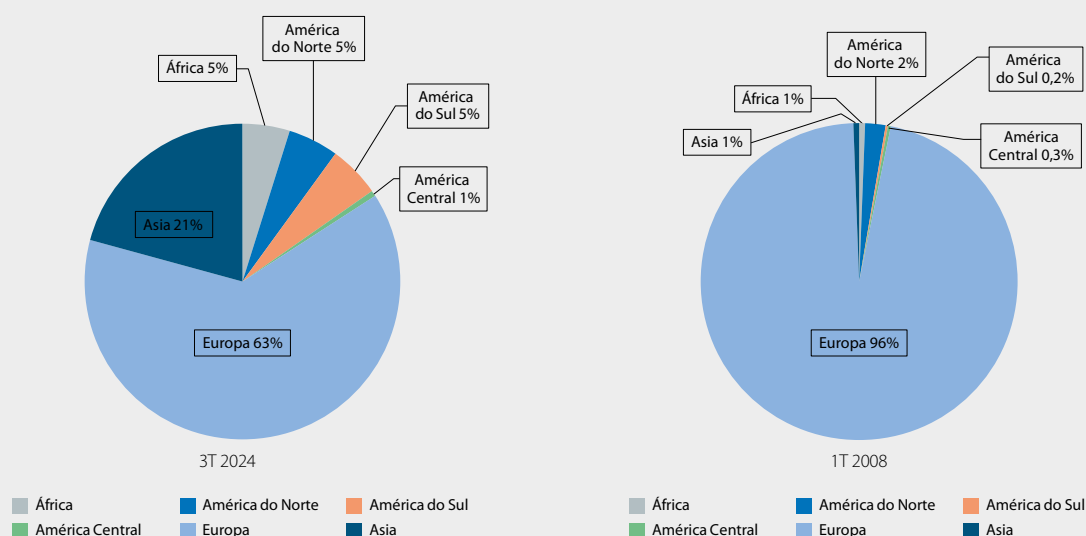
Nível (2T 2014 = base 100)



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

Mas qual a origem destes investimentos estrangeiros no imobiliário? De acordo com os últimos dados disponíveis, a Europa continua a ser claramente a principal origem dos capitais com 63% do *stock*, seguida da Ásia (21%), como podemos ver na segunda imagem. No entanto, verifica-se que face a 2008 (início da série de dados) o peso do *stock* de investimento com origem na Europa reduziu-se muito substancialmente (-33 p. p.) o que aconteceu sobretudo pela subida de peso do *stock* com capital originário da Ásia (+20 p. p.) mas também de outras geografias – África (+4 p. p.), América do Norte (+3 p. p.) e América do Sul (+4,8 p. p.). Assim, com os últimos dados, o Reino Unido

Stock IDE imobiliário por origem do investidor



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

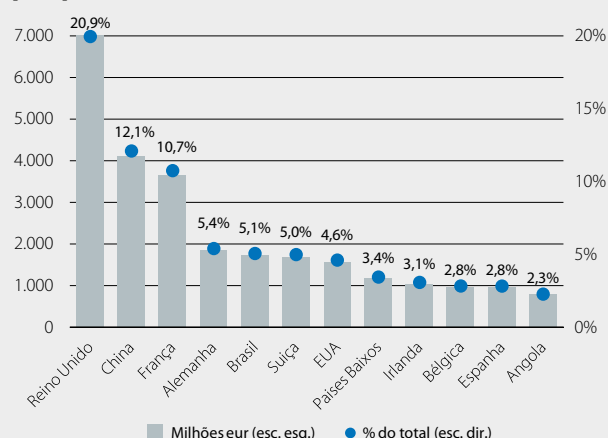
1. Ver o artigo «Mais investimento estrangeiro e maior diversificação» no IM03/2025.
2. Crescimento médio anual de 6,2% nos últimos cinco anos face a 2,8% da UE.
3. Compound annual growth rate.

tem a posição mais importante do *stock* de IDE imobiliário (21% do total) mas logo a seguir vem um país asiático, a China, com 12% do total. Na quinta e sétima posição encontramos também países fora do continente europeu – o Brasil (5,1%) e os EUA (4,6%).

Estes dados disponibilizados pelo Banco de Portugal, sendo interessantes, possuem algumas limitações. Com efeito, desconhecemos a finalidade dos investimentos imobiliários – se são imóveis habitacionais ou imóveis comerciais, por exemplo. Também não sabemos qual o setor institucional do investidor – se é particular, empresa ou até um fundo de investimento. Não obstante, cruzando informação obtemos algumas pistas. Por exemplo, sabemos que ao abrigo do programa de vistos *gold* o montante canalizado para aquisições de imóveis ascendeu a mais de 6,4 mil milhões de euros.⁴ Este valor representa cerca de 31% do total dos fluxos de IDE imobiliário entre 2013 e 2023. Por outro lado, se somarmos os fluxos neste período provenientes da China, EUA e Brasil estes ascendem a 6,3 mil milhões. Apesar de não podermos fazer uma correspondência direta entre este valor e o valor dos vistos *gold* alocado na compra de imóveis, a verdade é que os fluxos anuais de IDE imobiliário proveniente destas geografias antes e após a entrada em vigor dos vistos *gold* aumentou muito substancialmente. Senão vejamos, até 2012 a média anual de fluxos provenientes de China, EUA e Brasil ascendiam a 1 milhão, 9,5 milhões e 4,2 milhões, respetivamente. Após esse ano a média anual de fluxos de IDE imobiliário passa a 321,5 milhões, 113,3 milhões e 139,7 milhões para a China, EUA e Brasil, respetivamente. Estes países destacaram-se, mas também outros na zona euro aumentaram os fluxos, pelo que para além dos vistos *gold* existirão outros motivos para esta dinâmica forte: o período prolongado de baixas taxas de juro e as oportunidades específicas de investimento (também associado a imóveis para turismo), por exemplo.

Tiago Belejo Correia

Stock IDE imobiliário: principais posições por país



Nota: Stock no 3T 2024.

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

4. Últimos dados oficiais do extinto SEF (abarcam período entre outubro de 2012 e setembro de 2023).

Turismo português em 2025

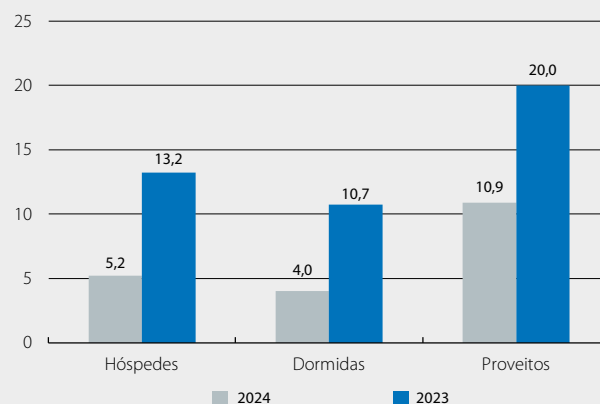
Em 2024 o turismo nacional registou mais um ano de novos recordes nas suas principais métricas. 31,5 milhões de hóspedes que foram responsáveis por 80,3 milhões de dormidas e 6,6 mil milhões de euros de proveitos totais em estabelecimentos de alojamento turístico. Um desempenho que coloca acima do pré-pandemia em 16,4%, 14,5% e 55,2% o número de hóspedes, dormidas e proveitos, respetivamente. Apesar deste desempenho positivo o crescimento perdeu algum fulgor face ao ritmo de 2023 (ver primeiro gráfico), o que de certa forma era expectável, dado que os níveis pré-covid já tinham sido superados e entramos numa fase de crescimento mais aproximado de um ritmo cruzeiro. Os indicadores da procura refletem um comportamento díspar entre turismo de residentes e não residentes, com estes últimos a continuarem a registar taxas de crescimento mais expressivas (ver segundo gráfico). Para 2025 continuamos a esperar um desempenho positivo, com crescimento, embora novamente a um ritmo ligeiramente abaixo face aquele que se observou em 2024. Explicamos neste artigo o racional subjacente para a nossa visão.

À data em que escrevemos já dispomos dos dados preliminares do turismo nos primeiros dois meses de 2025. No quadro apresentamos a taxa de crescimento nos últimos três meses de dados face ao homólogo, e, para termos uma pista acerca das tendências, comparamos esta com a taxa de crescimento de cada emissor em 2024. Se a taxa de crescimento homólogo dos últimos três meses é superior à de 2024 como um todo isso pode desde logo sinalizar uma tendência (i.e. «trend») de crescimento mais positivo em 2025. Em primeiro lugar, notar que nos últimos 3 meses face ao homólogo há crescimento de turistas quer residentes quer não residentes como um todo, embora os mercados emissores do Reino Unido, Espanha, e França e Brasil registem ligeiras quebras. Isto quer dizer que em média o número de turistas está a crescer acima de 3%. No caso da França, já tinha registado em 2024 um número de turistas menor que em 2023. No que concerne a tendências mais de fundo, acreditamos que no caso do Brasil, deverá este ano manter o número de turistas face a 2024. A economia brasileira deverá registar um ano de crescimento (mas o mais fraco desde a pandemia) e a política monetária deverá entrar em terreno ainda mais restritivo. O Real deverá manter-se fraco face ao Euro, dificultando a recuperação do turismo com esta proveniência, que em 2024 ainda se situava abaixo do pré-pandemia (–14,9%). Aliás, dentro do grupo dos 15 principais países emissores, Brasil e Suécia (–9,7%) são os únicos que não superaram o nível pré-pandemia. No caso francês,¹ o crescimento

1. Acreditamos que o evento dos Jogos Olímpicos em Paris em 2024 possa ter tido também um papel no desempenho negativo do turismo com origem em França em 2024, desviando alguns turistas franceses para o turismo interno em detrimento de viajar para o estrangeiro.

Hóspedes, dormidas e proveitos

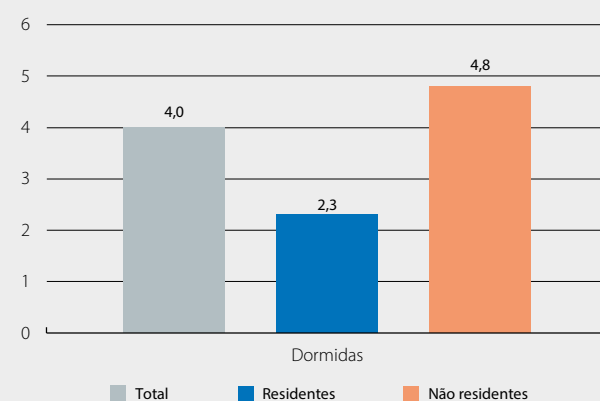
Tx. de variação homóloga (%)



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

Dormidas em 2024

Tx. de variação homóloga (%)



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

homólogo nos últimos três meses de dados ainda é negativo, mas a *trend* é positiva. Tendo em conta que este mercado fechou 2024 com nível de turismo apenas 1% acima do pré-pandemia acreditamos que este ano irá crescer ao ponto de repor o número de turistas que registou em 2023. Além do crescimento que esperamos dos turistas provenientes de França, os outros dois mercados de países da zona euro que se encontram entre os principais mercados emissores –Espanha e Alemanha– também deverão continuar a dar um bom suporte ao crescimento do turismo nacional. Espanha tem registado um crescimento económico acima da média da UEM e já em 2024 se observou nesse mercado um crescimento das viagens para o exterior acima das viagens internas, beneficiando entre outros, o turismo português. No caso da Alemanha, após dois anos de recessão, espera-se o regresso ao crescimento com reflexo positivo também nas viagens para o exterior. Nestes dois países e na generalidade dos países da zona euro, antevemos uma recuperação dos salários

reais, com retorno da inflação perto da meta dos 2%, o que se irá refletir na disponibilidade para viajar. Já no caso do Reino Unido, a *trend* negativa nos últimos dados e a estabilidade no câmbio que prevemos durante boa parte de 2025 faz com que a taxa de crescimento projetada para 2025 (3%) seja ligeiramente inferior à verificada em 2024 (4,3%).

Para os EUA, mercado que tem vindo a ganhar peso nos últimos anos, apesar da *trend* negativa que se observa, temos bons motivos para acreditar que o crescimento irá continuar sólido (prevemos 10%, ligeiramente abaixo do crescimento de 2024). A boa performance da economia, conjuntamente com a apreciação do dólar face ao euro deverão continuar a sustentar o bom *momentum* deste mercado emissor. Acresce a isto algum turismo que possa ser originado por norte-americanos que não se revêm no ambiente político da nova administração Trump, e procurem alternativas para fixar residência. Outros mercados emissores mais pequenos e de longo curso deverão beneficiar quer de alguma estabilidade no preço do Brent (não encarecendo demasiado as passagens aéreas) quer do crescimento da classe média (países emergentes). Por fim, os turistas residentes, onde esperamos novo crescimento de hóspedes (+2%). Apesar da *trend* positiva sustentamos que este crescimento será inferior ao registado em 2024 (+4%) porque temos vindo a notar um ritmo de crescimento das viagens dos residentes para o estrangeiro superior às viagens dentro de portas (ver quarto gráfico). Ou seja, apesar da melhoria esperada nos orçamentos familiares acreditamos que se vão traduzir numa maior alocação a viagens ao estrangeiro.²

Tudo pesado, projetamos um crescimento de hóspedes muito semelhante a 2024 (em torno de 5%). Apesar de ainda não estarem disponíveis os dados da conta satélite do Turismo referentes a 2024, estimámos que o peso do setor turístico no PIB tenha subido para 17,2% (a partir de 16,5% em 2023) e que se situe em 17,9% em 2025, atendendo a que o ritmo de crescimento do setor é mais forte que o ritmo global de crescimento da economia. O Turismo deverá contribuir com cerca de 0,7 p. p. para um crescimento global do PIB que em 2025 projetamos ser de 2,4%.

Tiago Belejo Correia

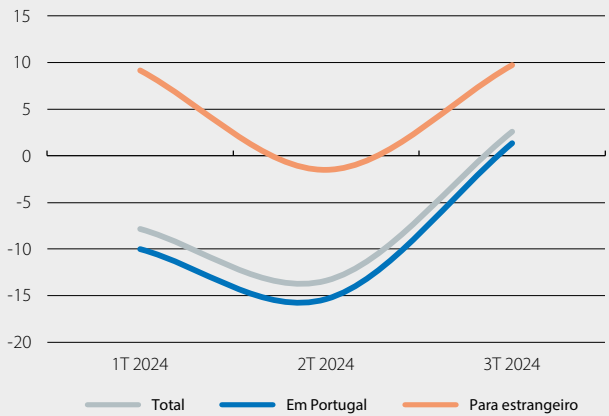
Crescimento no número de turistas

Turistas	2024 vs. 2023	Últimos 3 meses vs. homólogo	Trend
Residentes	3,5%	3,8%	●
Não residentes	6,3%	3,9%	●
Reino Unido	4,3%	-1,3%	●
Alemanha	6,6%	4,5%	●
Espanha	0,8%	-1,0%	●
França	-3,0%	-1,6%	●
EUA	11,8%	3,9%	●
Brasil	-1,0%	-5,0%	●
Outros	21,5%	18,2%	●

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

Número de viagens dos residentes

Var. homóloga (%)



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

2. Situação também potenciada por uma fraca competitividade no fator preço. Ver Travel & Tourism development index 2024 do World Economic Forum. Portugal está em 93º lugar dos países analisados no que respeita a «Price Competitiveness».

Excedente orçamental supera (novamente) as expetativas

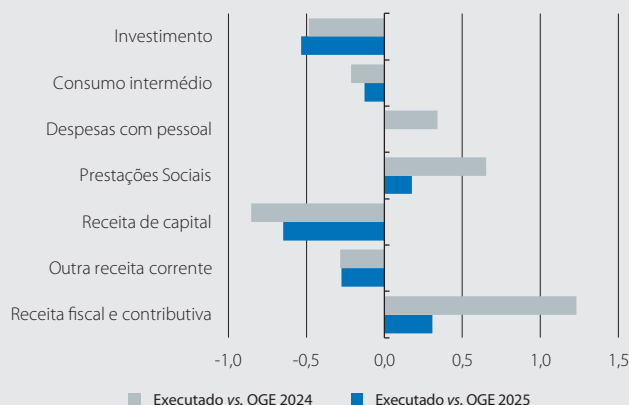
Mais um ano encerrado e, pelo segundo período consecutivo, as contas públicas não só se mantiveram em terreno positivo, como voltaram a surpreender pela positiva. O excedente orçamental ficou em 0,7% do PIB (o equivalente a cerca de 1.994 milhões de euros), o que representa uma descida (já esperada) face ao registado em 2023 (1,2% do PIB, 3.247 milhões de euros). Ainda assim, o saldo ficou acima da última estimativa do Governo, inscrita no Orçamento de Estado para 2025, e que apontava para um excedente de 0,4% do PIB.

Por um lado, a receita aumentou 6,3% no ano, o equivalente a um aumento de cerca de 7.350 milhões de euros face a 2023. Este crescimento é, em grande medida, suportado pela receita fiscal e contribuições sociais. Em primeiro lugar, a receita fiscal, que explica mais de metade do aumento da receita total, cresceu quase 6% face a 2023 e superou as estimativas do Governo, ficando 683 milhões de euros acima e mais de 1,600 milhões de euros se compararmos com a previsão inscrita no OGE 2024. Neste ponto, destaca-se o comportamento dos impostos indiretos, que ficaram quase 880 milhões de euros acima da última previsão do Governo. Em segundo lugar, as contribuições sociais explicam mais de 40% do aumento da receita total, com um montante que fica quase 200 milhões de euros acima da estimativa do OGE 2025 e 1,900 milhões de euros face ao OGE 2024. Importa ter presente que as remunerações dos empregados (variável que depende dos salários e da criação de emprego) aumentaram cerca de 9% em 2024, o que terá contribuído para este crescimento expressivo das contribuições sociais. Assim, no conjunto, a receita fiscal e contributiva aumentou 6,9%, ligeiramente acima do que sugere a relação histórica desta rubrica com o PIB e que aponta para um crescimento ligeiramente acima de 6%. Uma das explicações possíveis reside, por exemplo, no crescimento mais expressivo da massa salarial face ao PIB. Em sentido contrário, a receita de capital caiu quase 21%, explicado pela redução de fundos europeus (exceção, como menciona o INE, a componente relativa ao PRR, que aumentou 26%). No conjunto, o crescimento da receita total ficou praticamente em linha com o aumento do PIB nominal, o que explica a manutenção do seu peso em percentagem do PIB, mas abaixo do que era a expetativa do Executivo. Assim, e perante o comportamento da receita de capital, a receita arrecadada ficou mais de 1.700 milhões de euros abaixo do previsto, o equivalente a -0,6 p. p. do PIB.

No entanto, o excedente orçamental ficou acima do esperado, e isto é explicado pela menor execução de despesa face ao estimado pelo Governo (em cerca de -0,9 p. p.). Assim, apesar do aumento de 7,6% em 2024 (+8.606 milhões de euros), mais de 2.600 milhões de despesa previstos pelo Governo no OGE 2025 ficaram por gastar, des-

Desvio da execução das rubricas das contas públicas face ao orçamentado

(p. p. do PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e OGE 2024 e 2025.

tacando-se, largamente, o investimento público. De facto, apesar do crescimento de 10,9% no ano passado, o grau de execução ficou em cerca de 84% face ao esperado no OGE 2025; ou seja, o investimento contribuiu para a melhoria do saldo orçamental face ao projetado no OGE 2025 em cerca de 0,5 p. p. Apesar da menor execução, importa realçar que o investimento público atingiu os 2,7% do PIB em 2024, o nível mais alto desde 2011.

Ainda assim, o aumento da despesa é explicado, maioritariamente, pelas despesas com pessoal e prestações sociais. De recordar que houve, ao longo do ano, atualização de salários dos funcionários públicos e revisão das carreiras nalguns grupos profissionais, e que, no caso das prestações sociais, houve também ajustamentos em vários apoios, nomeadamente nas pensões (com a atualização já prevista no OGE 2024 e o pagamento extraordinário feito às pensões mais baixas em outubro)¹ e revisões de outros apoios, como o Complemento Solidário para Idosos. No conjunto, estas duas rubricas ficaram 0,2 p. p. acima da última estimativa do Governo, mas atinge 1 p. p. se compararmos com o OGE 2024. Por sua vez, os juros aumentaram pelo segundo ano consecutivo, refletindo o aumento dos encargos com os produtos de retalho da dívida pública, nomeadamente os decorrentes dos Certificados de Aforro, que, no final do ano passado, atingiram máximos históricos. De acordo com o INE, o aumento dos encargos engloba o aumento das taxas de juro, a par dos prémios de permanência. No conjunto, no final do ano, o aumento rondou os 13% face ao final de 2023.

Em conclusão, o peso da despesa pública no PIB aumentou 0,5 p. p., para 42,8%. Ainda assim, o aumento é ainda

1. O aumento das pensões é também justificado pelo aumento do número de pensionistas, de acordo com o INE.

mais expressivo no caso da despesa corrente primária, uma rubrica mais rígida da despesa, que aumentou 1 p. p. para 37,3%, o nível mais elevado desde 2017 (excluindo o período da pandemia).

Neste contexto, o rácio de dívida pública reduziu pelo quarto ano consecutivo, com os 94,9% registados em 2024 a representarem o rácio mais baixo desde 2009. As perspetivas incluídas na divulgação do PDE revelam que o Governo está agora mais otimista quanto à evolução do rácio para 2025, antecipando que possa atingir os 91,8%, quando, no OGE 2025, apontava para 93,3%, mantendo a expectativa para o saldo orçamental (nos 0,3% do PIB). No nosso cenário, projetamos que o saldo orçamental possa ficar ligeiramente acima do que o Governo antecipa, perante a recente revisão em alta da nossa expetativa para o crescimento da economia em 2025, o que se poderá traduzir num excedente orçamental em torno dos 0,4% do PIB; neste contexto, esperamos que o rácio de dívida pública diminua para 91,3% do PIB este ano.

Perante estes dados, tudo indica que o novo normal quando falamos de contas públicas é discutirmos a dimensão do excedente orçamental, mas os riscos continuam, como sempre, à espreita. O ano de 2025 parece trazer uma certa normalidade à economia: o PIB deverá crescer mais de 2% este ano, o mercado de trabalho deverá manter-se robusto e um suporte ao consumo privado (por via do aumento do emprego e dos próprios salários), a inflação continuará o caminho para o objetivo dos 2% e a redução dos custos de financiamento deverá amenizar os encargos de famílias e empresas. No entanto, os desafios geopolíticos (guerras e tarifas), os esforços para fortalecer a defesa europeia, a par do ciclo eleitoral que se avizinha, com a decorrente incerteza quanto às políticas e futura composição parlamentar, a par do nível (ainda) elevado da dívida pública, recordam-nos a importância de manter a prudência nas contas públicas como foco futuro.

Vânia Duarte

Previsões de várias instituições para as contas públicas

(% PIB)	Saldo Orçamental			Dívida Pública		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
BPI	0,7	0,4	0,3	94,9	91,3	88,2
Governo ¹	–	0,3	0,1	–	91,8	90,4
EIU (janeiro)	–	0,7	0,5	–	91,4	89,8
OCDE (dezembro)	–	0,3	0,2	–	92,2	89,3
BdP (dezembro)	–	–0,1	–1	–	86,5	83,5
Com. Europeia (novembro)	–	0,4	0,3	–	92,9	90,5
FMI (outubro)	–	0,2	0,2	–	89,8	86,2
CFP ² (setembro)	–	0,4	0,1	–	88,3	84,5

Notas: 1. As previsões do Governo para 2025 são as que constam no PDE (março; para 2026, são as do Plano Orçamental de Médio Prazo (outubro). 2. O CFP atualizou as previsões para 2025 aquando a análise de OGE 2025 (outubro).
Fonte: BPI Research, com base nos dados das várias instituições.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	1,7	1,6	1,8	...	1,8	1,8	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,2	1,4	-0,8	-1,0	...	-3,1	0,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,7	-6,2	-3,9	-5,1	-4,7	-5,2	-5,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	4,9	8,4	12,4	20,2	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	10,4	19,4	32,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	6,8	8,5	13,2	...	14,5	16,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	9,5	7,8	6,3	...	6,4	5,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,6	5,5	4,3	-0,4	11,9	15,8	20,2	16,5	10,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,3	2,2	3,9	5,5	...	5,4	3,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,8	2,4	2,8	3,6	...	3,9	4,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-18,7	-14,3	-14,3	-15,5	-15,1	-15,3	-16,0
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,0	1,2	1,3	...	2,0	2,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,1	6,1	6,7	...	6,3	6,4	...
PIB	2,6	1,9	1,5	2,0	2,9	...	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Inflação global	4,4	2,4	2,7	2,2	2,6	2,3	2,5	2,4	1,9
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,3	2,7	2,5	1,9

Setor externo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,5	-3,7	0,7	2,5	...	3,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,1	-5,6	-0,8	2,1	...	3,1	...	...
Saldo corrente	1,5	6,1	4,2	5,2	6,1	...	5,9	...	...
Bens e serviços	4,0	6,7	5,7	6,1	6,7	...	6,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-0,5	-1,5	-0,9	-0,5	...	-0,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,3	9,3	7,9	8,6	9,3	...	8,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	5,6	6,0	7,5	...	7,3	7,1	...
À ordem	-18,5	-0,3	-8,6	-6,7	-0,3	...	1,9	2,5	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	24,0	20,9	15,3	...	12,5	11,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	4,5	29,1	26,7	...	27,1	40,6	...
TOTAL	-2,6	7,9	5,6	6,7	7,9	...	7,8	7,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	2,1	-0,3	1,0	2,1	...	2,7	3,0	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	...	0,3	0,3	...
Famílias - habitações	-1,4	3,2	0,1	1,4	3,2	...	3,8	4,5	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,7	2,5	4,0	4,7	...	4,6	4,8	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-5,8	-4,1	0,6	...	-0,3	1,0	...
TOTAL	-1,7	2,0	-0,5	0,9	2,0	...	2,6	2,9	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,6	2,6	2,4	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola continua a crescer a um ritmo saudável, apesar de incerteza na conjuntura internacional

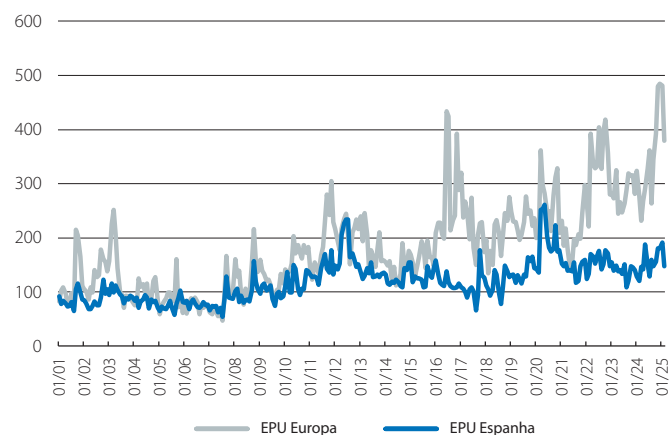
Neste momento, a incerteza é a palavra de ordem, mas a sua percepção na economia espanhola é menor do que no resto da Europa. O contexto internacional turbulento, pautado pelas ações da administração Trump, continua a ser objeto da maior atenção e preocupação. A incerteza em torno de várias dimensões é elevada: sobre a guerra comercial dos EUA, sobre a evolução da guerra Rússia-Ucrânia e sobre a própria relação transatlântica. Face a tanta incerteza, é útil diferenciar a sua intensidade consoante o país. Em Espanha, os índices de incerteza, medidos através da análise textual dos principais jornais do país, revelam uma subida menor do que a observada no conjunto da Europa. O menor grau de exposição comercial de Espanha aos EUA em comparação com a Europa no seu conjunto e a sua distância da frente ucraniana podem ser algumas das explicações para este diferencial. De qualquer modo, para já, e enquanto se aguarda o desenrolar dos acontecimentos, parece que a economia espanhola deverá resistir melhor a este período de incerteza do que os seus principais parceiros comerciais.

O setor dos serviços continua a registar fortes progressos, enquanto o contexto internacional turbulento tem um impacto negativo na indústria. Relativamente aos serviços, no 1T o índice PMI para o setor situou-se em 55,3, 0,2 pontos acima do trimestre anterior. Igualmente, o índice de produção do setor dos serviços registou um notável avanço mensal de 1,5% em janeiro, elevando a taxa anual de 2,1% para 4,2%. O PMI da indústria transformadora, pelo contrário, diminuiu em média 3,6 pontos no 1T 2025 em comparação com o 4T 2024, para 50 pontos. Este declínio explica-se pelo fraco desempenho da procura externa, afetada pela incerteza tarifária. No mesmo sentido, o índice de produção industrial começou mal o ano, com uma queda mensal de 1,0%. No que respeita ao consumo, os sinais são contraditórios. Na média de janeiro e fevereiro, o índice do comércio a retalho foi superior em 0,2% à média do trimestre anterior e o indicador de consumo do CaixaBank Research, com dados até à terceira semana de março, aumentou 3,4% em termos homólogos, face a 4,0% no trimestre anterior. Note-se, no entanto, que as leituras de março foram particularmente modestas, sobretudo devido ao capítulo do consumo presencial, que poderá ter sido afetado pelas fortes chuvas ocorridas durante o mês e por um efeito de calendário provocado pela Páscoa, que em 2024 ocorreu em março. Por último, como se verá mais adiante, o emprego continua a registar fortes progressos. Os indicadores disponíveis, apesar das suas nuances, continuam a apontar para um ritmo notável de crescimento do PIB, que situamos no intervalo de 0,6%-0,7% em cadeia.

A criação de emprego mantém-se dinâmica em março, apesar de a Páscoa ser em abril deste ano. As inscrições na Segu-

Espanha: índices de incerteza da política económica

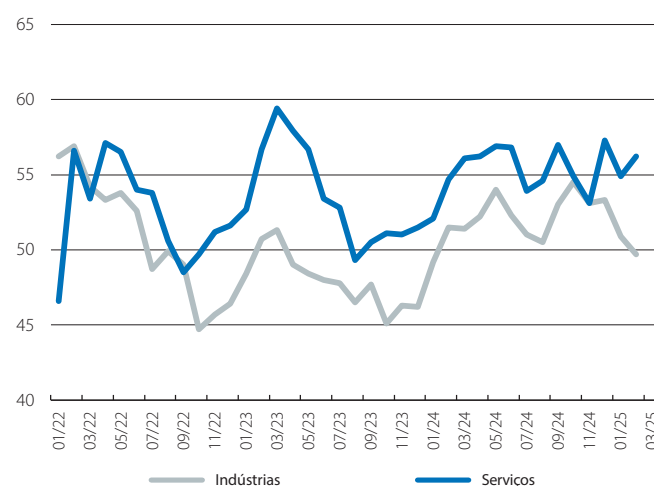
Índice



Fonte: BPI Research, com base nos dados de Baker, S. R., Bloom, N. e Davis, S., e Ghirelli, C., Pérez, J. J. e Urtasun, A.

Espanha: PMI

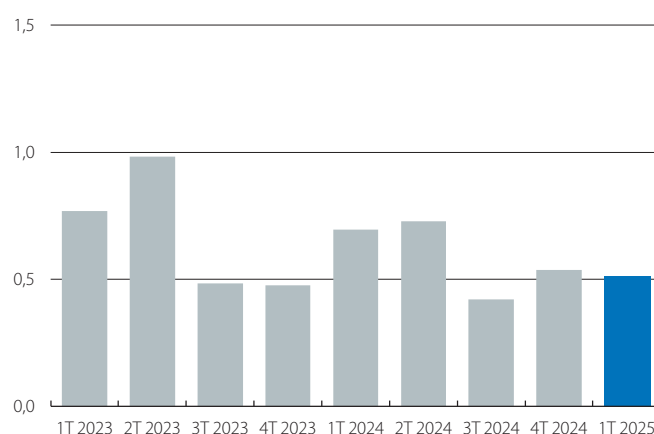
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

Variação em cadeia (%)



Nota: Série de inscritos ajustados de sazonalidade que não estão em ERTE.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério de Inclusão, Segurança Social e Migrações.

rança Social aumentaram, em março, 161.492 (0,8% em termos mensais), um aumento em linha com o habitual para este mês, mas um pouco abaixo do aumento registado em março de 2024 (0,9%), dado que no ano passado a Páscoa ocorreu em março. Em todo o 1T, as inscrições na Segurança Social aceleraram 0,1 p. p. em relação à taxa de crescimento do trimestre anterior, com um aumento em cadeia, corrigido de sazonalidade, de 0,6%.

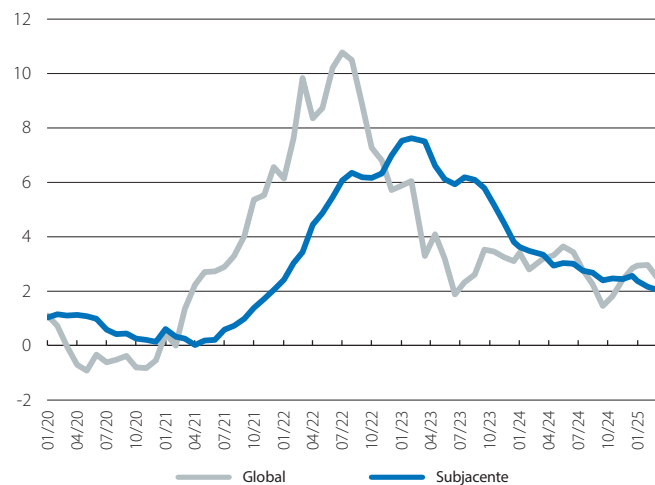
Ajustamento notável da inflação em março. A inflação global desceu 7 décimas para 2,3% e a inflação subjacente 2 décimas em março para 2,0%. Este recuo da inflação global deve-se, em grande medida, à descida dos preços da eletricidade. Já a inflação subjacente desceu 0,6 p. p. em apenas três meses, mas o valor deste mês poderá ser influenciado por um efeito de calendário. Em 2024, a Páscoa ocorreu em março, o que implicou um aumento do preço dos serviços turísticos que não se verificou este mês. A acentuada correção do preço das principais matérias-primas energéticas em março, juntamente com a descida dos preços do petróleo prevista pelos mercados de futuros, sugere que os preços da energia deverão contribuir para uma moderação da inflação nos próximos meses.

O défice público reduz-se para 3,2% do PIB em 2024 e situa-se em 50.187 milhões de euros, o equivalente a 3,15% do PIB, uma redução de 2.482 milhões em relação a 2023. Excluindo as despesas excecionais da DANA, no valor de 5.590 milhões de euros, o défice situou-se em 2,8% do PIB, ou seja, 0,2 p. p. abaixo do objetivo de 3,0% fixado pelo Governo e pela Comissão Europeia. As receitas públicas aumentaram 7,1%, impulsionadas pelo dinamismo da atividade económica e por uma inflação ainda relativamente elevada, enquanto as despesas cresceram 6,2%, principalmente devido ao aumento das despesas com pensões e salários dos funcionários públicos. O ano de 2024 encerra com um ajustamento orçamental considerável de 0,7 p. p., se excluirmos as despesas pontuais da DANA.

A posição devedora externa continua a diminuir graças ao forte desempenho do setor externo. A balança corrente encerrou 2024 com um excedente de 3,0% do PIB, acima dos 2,7% do ano anterior e muito próximo do recorde histórico de 3,1% atingido em 2016. Tanto a balança de bens como a de serviços contribuíram para a melhoria da balança corrente: o défice da balança de bens diminuiu 0,3 p. p. para 2,0% do PIB, graças à componente energética resultante de importações mais baratas, enquanto o excedente dos serviços aumentou 0,1 p. p. para 6,3%, graças ao impulso do turismo. O défice da balança de rendimentos, pelo contrário, manteve-se estável em 1,3%. A boa situação da balança corrente, em conjunto com o excedente da balança de capital, permitiu que o défice da posição líquida de investimento internacional – a diferença entre o valor dos ativos no estrangeiro e o valor dos ativos estrangeiros no país – continuasse a diminuir, uma dinâmica discutida em mais pormenor no capítulo «A elevada capacidade de financiamento continua a facilitar a correção do endividamento externo da economia espanhola» do presente *Relatório Mensal*. Consequentemente, a PII encerrou em 2024 com um saldo devedor de 44% do PIB, menos 7,3 p. p. do que em 2023 e um recorde que não se registava desde 2002.

Espanha: IPC

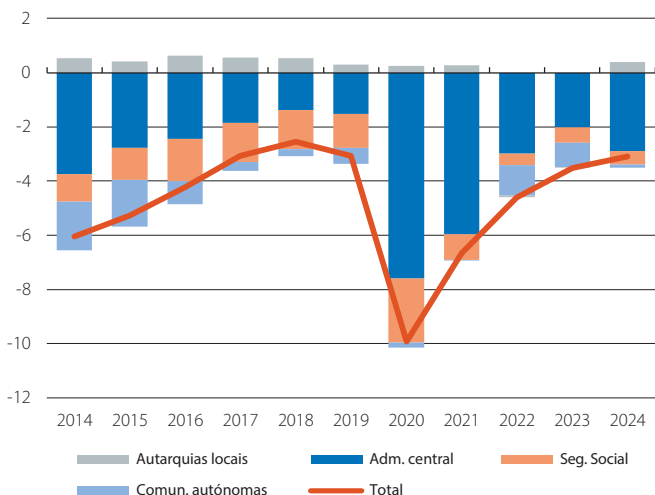
Variação homóloga (%)



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

Espanha: saldo das Administrações públicas

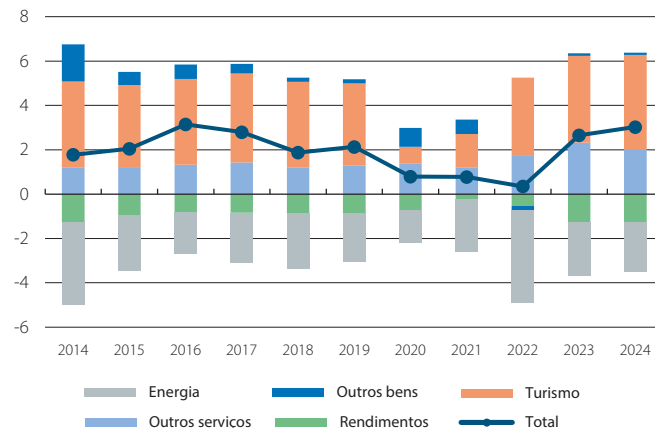
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

Espanha: balança corrente

(% sobre o PIB)



Nota: Dados do comércio de bens energéticos de acordo com a classificação dos Grupos de Utilização (GU).

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

Aumento da poupança das famílias espanholas em 2024

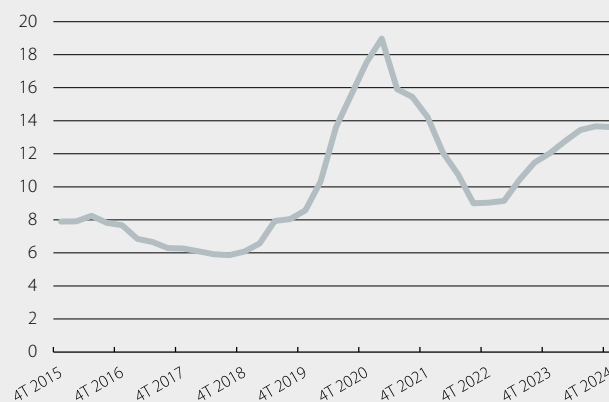
A taxa de poupança das famílias aumentou em 2024, ajudada pelo forte aumento do rendimento disponível. Por conseguinte, a taxa de poupança subiu para 13,6% do rendimento disponível bruto (RDB), contra 12,0% em 2023 e a média histórica de 8,6% entre 2000 e 2019 (ver primeiro gráfico). Trata-se de uma poupança bruta de 139.000 milhões de euros, mais 26.000 milhões do que em 2022 e mais 86.000 milhões do que na média de 2015-2019. Se analisarmos por agregado familiar, as poupanças aumentaram de 5.800 euros por família em 2023 para mais de 7.000 euros em 2024.

O que está por trás destes registos? O aumento da taxa de poupança resultou de um crescimento do RDB nominal de 8,7% em termos homólogos, uma taxa de crescimento dinâmica, embora ligeiramente inferior à registada em 2023 (10,7%) e muito superior à da despesa de consumo final das famílias, que aumentou 7,1% (ver segundo gráfico). Mas que fatores económicos estão subjacentes a estas tendências? Este dinamismo do RDB deve-se a um aumento notável das remunerações dos funcionários (7,7%), refletindo a forte criação de emprego em 2024, com um aumento do número de funcionários de 2,8%, e o dinamismo salarial verificado pelo aumento de 4,7% das remunerações por funcionário. Outras componentes que também contribuíram para a subida dos rendimentos foram as prestações sociais recebidas, que aumentaram 5,9% em termos homólogos, impulsionadas pelo aumento do número de pensionistas e pela revalorização de 3,8% das pensões, os rendimentos dos trabalhadores independentes e os rendimentos líquidos de propriedade, graças ao aumento do recebimento de dividendos e outros rendimentos de investimento num ambiente de taxas de juro elevadas que estimulam os aforradores. Este facto mais do que compensou o aumento da contribuição negativa dos impostos diretos e das contribuições sociais pagas (ver terceiro gráfico). Finalmente, no conjunto do ano, os juros líquidos pagos (14.450 milhões)¹ diminuíram 9% em relação ao ano anterior e o peso da dívida representou 1,4% do PIB, contra 1,7% em 2023.

O aumento do RDB em 2024 foi claramente superior à inflação média anual (2,8%) e ao crescimento do número de famílias (0,7% segundo a EPA, Inquérito ao Emprego de Espanha), permitindo uma recuperação do poder de compra. Por conseguinte, em 2024, o RDB real por agregado familiar já se encontrava 4,1% acima dos

1. Antes dos serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM).

Espanha: taxa de poupança das famílias (% do rendimento bruto disponível)

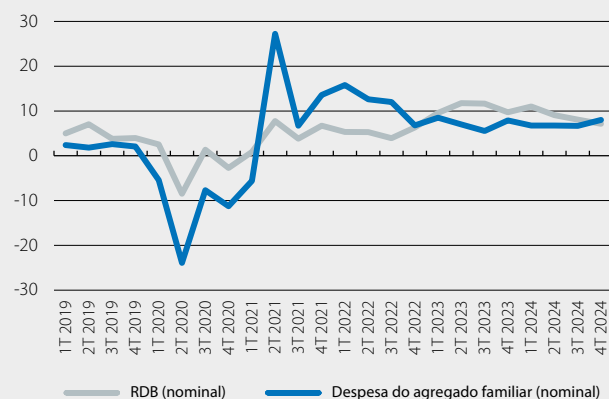


Nota: Acumulado em quatro trimestres.

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

Espanha: rendimento disponível bruto e despesa de consumo final das famílias

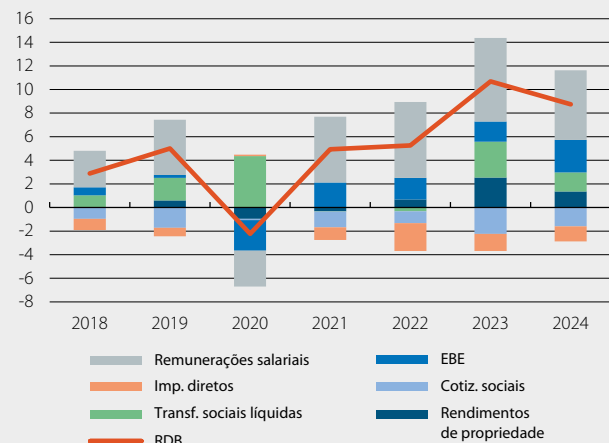
Variação homóloga (%)



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

Espanha: rendimento disponível bruto do agregado familiar

Variação anual (%) e contribuições



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

níveis pré-pandêmicos, depois de ter recuperado para esse nível em 2023, como mostra o quarto gráfico.

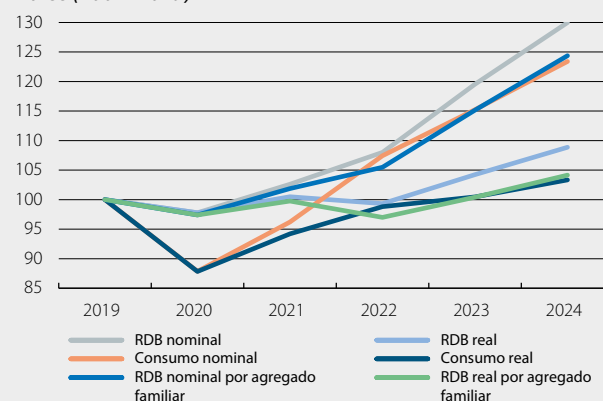
Relativamente ao ano em curso, prevê-se que o crescimento do RDB se mantenha dinâmico graças à robustez do mercado de trabalho. Na realidade, o valor de encerramento do RDB em 2024, juntamente com os bons dados do mercado de trabalho no 1T de 2025, sugerem que o crescimento do RDB poderá ser ligeiramente superior a 5,0% este ano. Trata-se de uma taxa compatível com as perspetivas positivas do mercado de trabalho e com um aumento das despesas com pensões que a AIReF estima em 5,0% (2,8% devido à reavaliação das pensões mais 2 pontos para o efeito de substituição/novos influxos). Se a despesa das famílias registar uma taxa de crescimento de cerca de 6%, um pouco mais baixa do que em 2024 em termos nominais devido a uma inflação mais baixa, a taxa de poupança descenderia meio ponto este ano para 13%. Depois de um ano em que a taxa de poupança aumentou com a subida das taxas de juro, num contexto de descida das taxas faz sentido assistir a uma diminuição da taxa de poupança. Fatores que não as taxas de juro, como a incerteza e a heterogeneidade por escalão etário e percentis de rendimento, ajudam a explicar estes níveis elevados de taxas de poupança agregadas. Conforme análise anterior do BPI Research,² foram as famílias em idade de reforma e com rendimentos mais elevados que registaram o maior aumento da poupança face ao período pré-pandémico.

O crescimento do RDB nominal no 4T 2024 foi, pela primeira vez desde o 4T 2022, inferior ao da despesa de consumo final, o que sugere que a taxa de poupança deverá diminuir em 2025. No 4T (excluindo dados acumulados), o RDB nominal cresceu 7,2% em termos homólogos (8,1% no 3T), enquanto a despesa de consumo final cresceu 8,0% (6,7% no 3T), refletindo o maior dinamismo do consumo privado em termos reais. A consolidação desta dinâmica no ano em curso pressupõe uma nova moderação da incerteza, que aumentou fortemente na sequência do agravamento das tensões comerciais.

Por último, a capacidade líquida de financiamento das famílias aumentou significativamente em 2024, passando de 44.597 milhões de euros em 2023 para 74.413 milhões de euros em 2024. As razões para este aumento foram o aumento da poupança (a poupança bruta aumentou 26.000 milhões para 139.000 milhões) e um aumento comparativamente menor do investimento das famílias: a formação bruta de capital fixo, que inclui a aquisição de bens imobiliários (novas construções) e os

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo das famílias

Índice (100 = 2019)

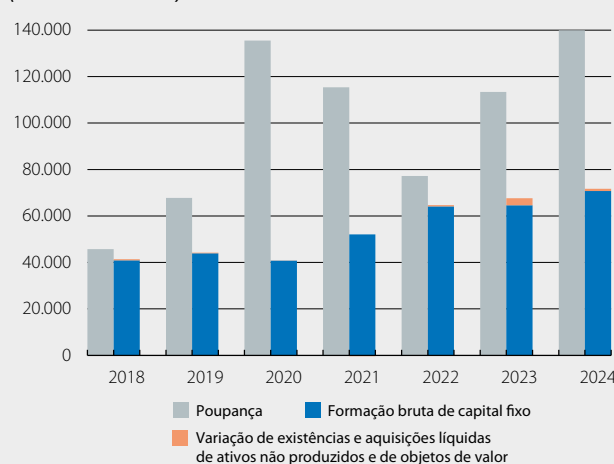


Nota: Dados ajustados de sazonalidade.

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

Espanha: poupança e investimento dos agregados familiares

(Milhões de euros)



Nota: O investimento é a soma da formação bruta de capital fixo (aquisição de novas habitações e investimento dos trabalhadores independentes em máquinas e automóveis) com a variação de existências, a aquisição líquida de ativos de valor e a aquisição líquida de ativos não produzidos.

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

investimentos dos trabalhadores independentes em ativos físicos, foi de 70.700 milhões de euros em 2024, mais 6.000 milhões do que em 2023. Todavia, de acordo com estes dados, o investimento começa a recuperar no calor da reativação da oferta de habitação: o crescimento foi de 9,5% em termos homólogos em 2024, após ter estagnado em 2023. De um modo geral, o bom desempenho do mercado de trabalho permitiu um forte aumento do RDB das famílias em 2024. Esta evolução, associada a um comportamento mais moderado das despesas, apesar da sua progressiva reorientação, permitiu um aumento notável da poupança das famílias.

2. Ver Focus «A recuperação da poupança: magnitude, distribuição e a importância da demografia» no IM01/2025.

A elevada capacidade de financiamento continua a facilitar a correção do endividamento externo da economia espanhola

A economia espanhola continua a corrigir o seu endividamento externo, um dos seus principais desequilíbrios macroeconómicos e um elemento de vulnerabilidade a eventuais choques nos mercados financeiros. Para esta correção contribui a capacidade de financiamento que tem sido gerada ininterruptamente nos últimos 13 anos e que em 2024 atingiu um novo máximo histórico (4,2% do PIB vs. 3,7% no ano anterior). Esta elevada capacidade provém, por agente, principalmente do setor privado não financeiro, tanto das empresas (0,9% do PIB) como, sobretudo, das famílias (4,7%): no primeiro caso, o valor é muito inferior ao de 2023 (2,0%) ou à média do período pré-pandémico (3,2% em 2014-2019); em contrapartida, as famílias registam uma melhoria face aos 3,0% em 2023 ou aos 1,2% em 2014-2019.¹

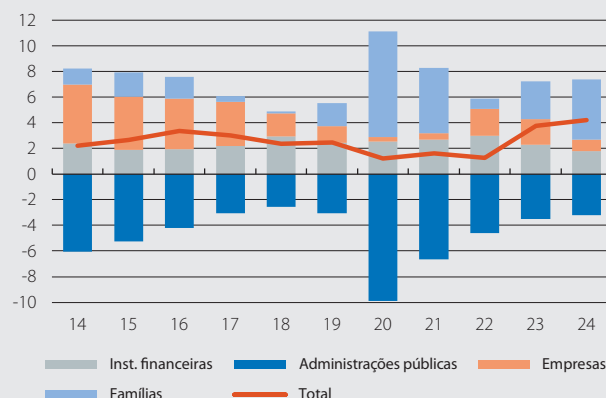
Em consequência, em 2024, a posição líquida de investimento internacional (PII), que mede o saldo dos ativos e passivos financeiros face ao resto do mundo, apresentou um saldo devedor (negativo) equivalente a 44,0% do PIB, uma redução significativa face ao ano anterior (51,3%) e o nível mais baixo desde 2001. Apesar do forte ajustamento nos últimos anos (-53,2 pontos desde o pico em 2009), continua a ser um nível que excede o limiar de alerta estabelecido pela Comissão Europeia (35,0%) no âmbito do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM)² (ver terceiro gráfico).

Excluindo o Banco de Espanha, a PII devedora retomou em 2024 a trajetória descendente interrompida no ano anterior e diminuiu 109.710 milhões de euros, para um total de 530.408 milhões de euros: temos de recuar até 2012 para encontrar um declínio maior. Tal melhoria resultou de uma reavaliação líquida positiva devido a variações nas taxas de câmbio (o efeito da depreciação do euro foi ligeiramente mais forte nos ativos do que nos passivos) e nos preços (dado o seu maior volume, a descida dos preços teve um maior impacto nos passivos) e, sobretudo, das transações financeiras externas líquidas (as transações líquidas positivas no lado do ativo foram mais elevadas do que no lado do passivo, ver o quarto gráfico).

1. A capacidade líquida de financiamento reflete a diferença positiva entre poupança e investimento. Relativamente às famílias, a melhoria registada nos últimos anos deve-se a um aumento notável da poupança mais transferências líquidas de capital de 4,4 pontos do PIB desde a média de 2014-2019, mais do que suficiente para financiar o investimento, que também está a crescer, embora um pouco menos (1,6 pontos). No caso das empresas, a fraqueza do investimento (perda de 1,6 pontos do PIB) é agravada por uma queda notável da poupança (-3,6 pontos).
2. Trata-se de um mecanismo de vigilância para prevenir e corrigir desequilíbrios macroeconómicos potencialmente perigosos que possam afetar negativamente a estabilidade económica nos países da UE.

Espanha: capacidade/necessidade de financiamento dos intervenientes

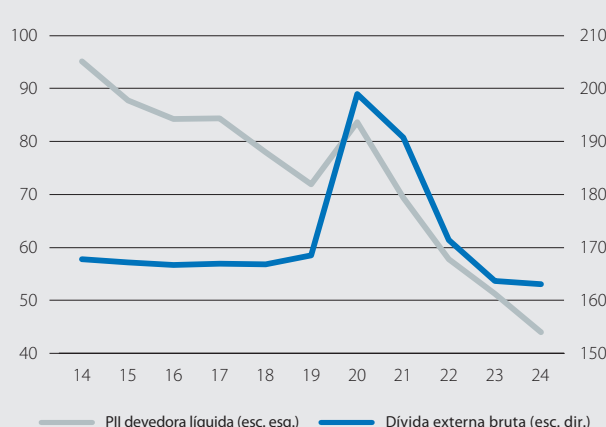
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (contas não financeiras).

Espanha: PII devedora e dívida externa bruta

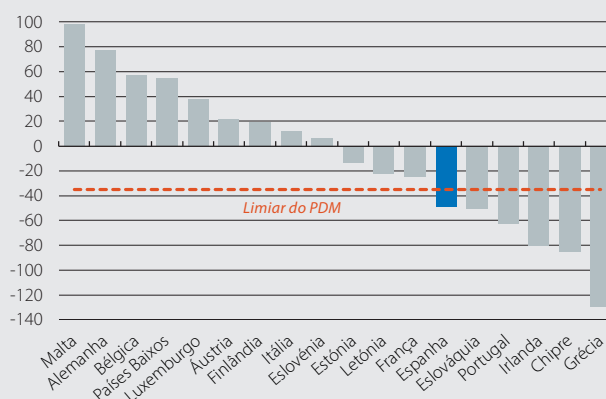
(% do PIB)



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

Zona Euro: PII

(% do PIB)



Nota: Dados do 3T 2024.

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

Quanto aos instrumentos financeiros, todos melhoraram o seu saldo em 2024, especialmente o outro investimento,³ que passou de -2,8% para 3,8% do PIB, o nível mais elevado desde 1995, graças sobretudo às transações financeiras com o estrangeiro (para além do aumento dos ativos, registou-se uma forte diminuição dos passivos). Os saldos devedores diminuíram ligeiramente, tanto no investimento direto⁴ (-14,6% vs. -15,6% do PIB) como no investimento de carteira (-22,7% vs. -24,3% do PIB), graças, em ambos os casos, a transações positivas (o ativo cresceu mais do que o passivo), que compensaram largamente o impacto negativo dos preços.

No ano passado, por setores, só as administrações públicas pioraram a sua PII de -38,1% para -40,2% do PIB, o pior registo desde 2021. Em contraste, tanto os outros setores residentes (OSR)⁵ como, especialmente, as instituições financeiras monetárias sem o Banco de Espanha (OIFM) melhoraram significativamente a sua posição:⁶ em ambos os casos, passaram de um saldo devedor para um saldo credor, para 2.5% e 4.3% do PIB, respetivamente (de -1.8% e -2.8% no ano anterior), que são os valores mais elevados da série. No caso dos OSR, aliás, é a primeira vez que isso acontece: as famílias e as empresas tornaram-se credores externos líquidos. Ou seja, têm mais ativos do que passivos. Esta situação resulta principalmente da poupança gerada pelo setor privado não financeiro nos últimos anos, que foi utilizada, por um lado, para reduzir o endividamento (desalavancagem), mas também para adquirir ativos no estrangeiro (investimento). O lado menos favorável deste fenómeno é que este investimento não é feito em Espanha, o que significa que se perde o efeito positivo que teria na atividade, no emprego, na inovação, na produtividade e na confiança das empresas.

3. Principalmente empréstimos, acordos de recompra e depósitos.

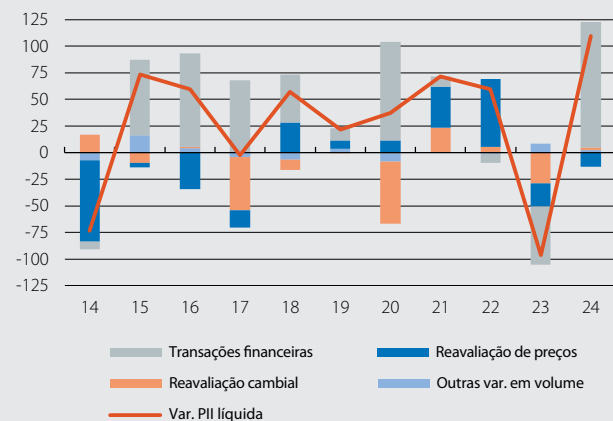
4. Ações e outras formas de participações, lucros reinvestidos, investimentos imobiliários e financiamento interempresarial.

5. Famílias, empresas e instituições financeiras não monetárias (IFNM), que incluem, entre outros, sociedades de seguros e fundos de pensões.

6. Instituições de crédito, fundos do mercado monetário, instituições de moeda eletrónica e entidades financeiras de crédito.

Espanha: variação da PII por componentes *

(Mil milhões de euros)

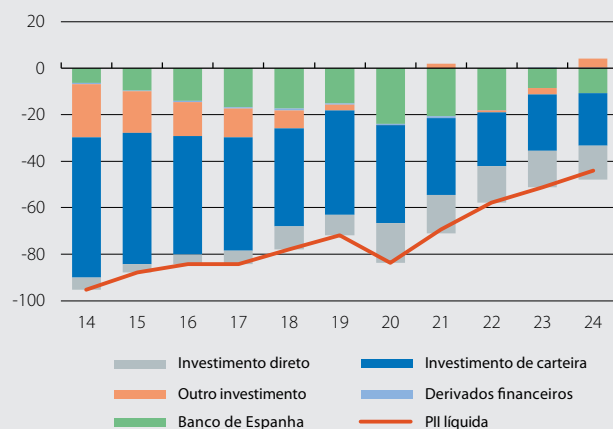


Nota: * Sem o Banco de Espanha.

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

Espanha: PII por instrumentos financeiros

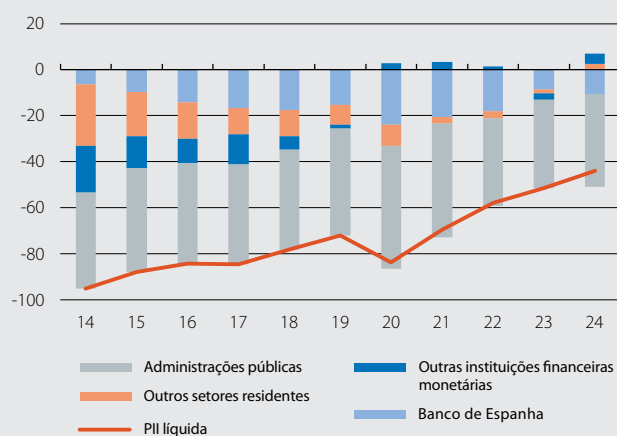
(% do PIB)



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

Espanha: PII por setores institucionais

(% do PIB)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	0,7	0,0	-0,2	1,2	-1,0	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,1	-5,5	-2,9	-6,0	-4,4	-6,3	-5,6
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	50,9	49,7	49,5
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	2,0	4,6	10,2	16,7	13,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	10,0	-10,9	-10,0	-1,1	10,0	11,2	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	6,3	7,8	8,2	11,3	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	9,7	7,7	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	54,9	56,2	54,7
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	1,2	0,5	2,6	2,8	2,3	3,6	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	3,2	8,5	1,7	14,4	5,3	10,5	23,2
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-19,2	...	-17,2	-14,5	-13,7	...	...	...	...
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	3,0	2,0	1,8	2,2	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	12,3	11,3	11,2	10,6	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,2
PIB	2,7	3,2	2,6	3,2	3,3	3,4	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Inflação global	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,9	3,0	2,3
Inflação subjacente	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	2,2	2,0

Setor externo

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-6,9	-4,9	-1,8	0,2	0,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-9,8	-7,1	-3,1	0,1	0,8	...	...
Saldo corrente	39,8	48,1	41,3	45,1	48,3	48,1	45,3	...	...
Bens e serviços	58,8	68,1	60,4	65,2	68,3	68,1	66,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-19,1	-20,0	-19,1	-20,2	-20,0	-20,0	-20,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	56,0	66,6	56,4	61,2	65,7	66,6	63,7	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	3,3	5,2	4,3	5,1	5,4	5,3	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	-5,2	-1,9	-1,6	2,0	3,0	3,6	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	96,7	68,0	47,5	23,5	18,7	14,4	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	-4,6	-4,1	14,8	23,1	22,7	24,6	...
TOTAL	0,3	6,3	2,7	4,5	5,1	6,3	6,6	6,6	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	-2,6	-1,3	-0,3	0,7	1,4	1,5	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	-3,6	-1,8	-0,6	0,4	1,5	1,3	...
Famílias - habitações	-3,2	0,3	-2,5	-1,5	-0,7	0,3	0,8	1,1	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	-0,1	0,7	1,2	2,3	2,8	3,0	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-4,8	-2,7	-5,4	-2,6	-0,8	0,0	...
TOTAL	-3,4	0,5	-2,7	-1,4	-0,7	0,5	1,2	1,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: www.bancobpi.pt

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2025

© CaixaBank, S.A., 2025

Design e produção: www.cegegglobal.com

