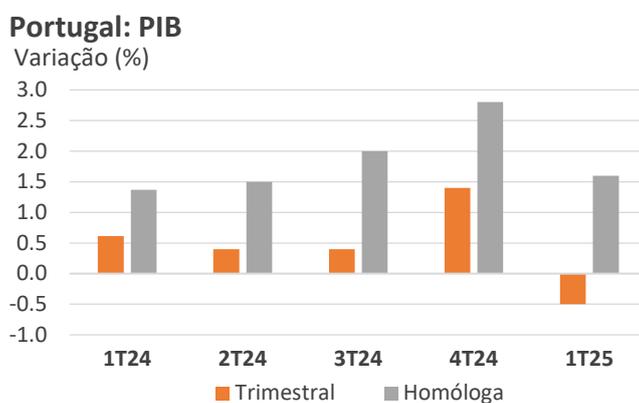


Economia portuguesa

PIB no 1T 2025 surpreendeu pela negativa, caindo 0,5% em cadeia. Este movimento refletirá sobretudo uma correção do forte crescimento observado no 4T 2024 e que esteve associado a fatores pontuais, como o aumento do rendimento das famílias e aumento das pensões, resultantes das alterações ao IRS (com efeitos retroativos ao início de 2024) e ao pagamento do suplemento extraordinário de pensão em outubro de 2024. Se olharmos para os dois últimos trimestres (4T 24 e 1T 25) conjuntamente – reduzindo a volatilidade própria de uma economia de pequena dimensão e com elevado grau de abertura ao exterior – temos que em termos médios o crescimento em cadeia se situou em 0,45%. O dado do 1T contrasta com os indicadores preliminares relativos ao mesmo período, que não sugeriam contração, mas coloca riscos descendentes significativos à previsão do BPI Research para o crescimento do PIB real no conjunto do ano (2,4%). É muito possível que o crescimento trimestral em 2025 se revele muito volátil, com movimentos ascendentes e descendentes que pouco refletirão o comportamento real da economia. Note-se que o mercado de trabalho continua robusto e que os salários continuam a refletir a resiliência deste mercado; Portugal continua a beneficiar dos fundos europeus, não se excluindo a possibilidade de aceleração na sua execução na medida em que nos aproximamos do final do NGEU (2026); a assinatura de diversos contratos de investimento e a redução dos custos de financiamento justifica também a nossa leitura relativamente otimista para a economia portuguesa.



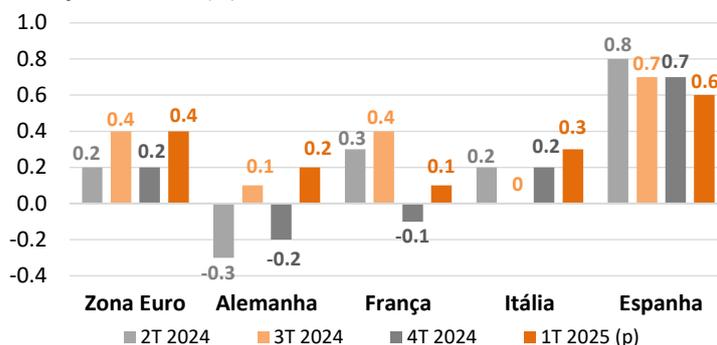
Indicador de clima económico melhora em abril, registando uma variação de 2,2% homóloga, mais 1 décima do que em março. Este movimento foi motivado pela melhoria do sentimento na indústria, que passou de -5,4 pontos em março para -5,0 em abril e estabilização do mesmo indicador relativo ao comércio em 3,6 pontos. Nos restantes setores, o sentimento piorou. Os consumidores também se mostraram mais negativos, com o respetivo indicador a cair para -20,6 pontos (-18 em março), por avaliação mais cautelosa da situação do país, da situação financeira da família e da possibilidade de realizar compras importantes nos próximos 12 meses. Relativamente a indicadores quantitativos destacamos: no setor do Turismo, com os dados do 1T 2025, há a destacar pela positiva o aumento dos proveitos totais em estabelecimentos de alojamento face ao homólogo (+4,8%). Contudo, o desempenho ao nível do número de hóspedes foi modesto (+2,3% homólogo) e as dormidas chegaram mesmo a recuar (-0,5%). Esta performance não terá sido alheia a efeitos de calendário: o período da Páscoa ocorreu este ano em abril, enquanto no ano anterior se concentrou, essencialmente, em março. No mercado de trabalho, os dados provisórios de março divulgados pelo INE situam a taxa de desemprego nos 6,5%, valor igual ao mês anterior, ao final de 2024 e ao mês homólogo do ano anterior. A população empregada incrementou 3,1 mil pessoas face a fevereiro cifrando-se em 5.175 mil (valor mais elevado desde fevereiro de 1998) e a população desempregada também aumentou em cadeia embora em menor número (+2,1 mil), atingindo as 358,7 mil pessoas. No campo dos preços, a inflação retornou acima dos 2% em abril novamente (para 2,1%, depois de 1,9% em março), e o mesmo aconteceu ao IPC Subjacente. Com estes dados a inflação média dos últimos 12 meses continua nos 2,4%. Em termos mensais a dinâmica de variação dos preços foi superior à média pré-pandemia e apesar do recuo do preço do Brent nos mercados internacionais, o contributo do índice energético para a desinflação é ainda modesto.

Economia internacional

A Zona Euro cresce a um ritmo satisfatório no 1T, antes da escalada da guerra comercial. O crescimento da economia da Zona Euro foi de 0,4% em cadeia no 1T 2025 (vs. 0,2% no trimestre anterior), situando o crescimento homólogo em 1,2%. O dado ficou acima do que esperava o consenso dos analistas (0,2%), posicionando a economia europeia em um ponto de partida melhor do que o esperado para enfrentar um ano que se antecipa conturbado. Com exceção da Espanha, todas as grandes economias aceleraram neste trimestre. Consequentemente, a Alemanha registou um crescimento de 0,2% em cadeia (vs. -0,2% anterior), França de 0,1% (vs. -0,1% anterior) e Itália de 0,3% (vs. +0,2% anterior) (Ver [Nota Breve](#)). Para o restante do ano, continuará a pesar o aumento das tarifas impostas pelo governo norte-americano, com suas repercussões nos mercados financeiros e na confiança dos agentes, que, apesar de ter suspenso a parte «recíproca», mantém em vigor o mínimo universal de 10% e as tarifas específicas de 25% sobre setores importantes para a economia europeia, como o automóvel. Como aspeto positivo, o plano *ReArm Europe* e a mudança na política fiscal da Alemanha permitirão amortecer o impacto destes ventos contrários vindos do exterior. Quanto à inflação, a global ficou em 2,2% em abril. A inflação subjacente aumentou mais do que o esperado e situou-se em 2,7% (vs. 2,4% anterior), devido a um aumento da inflação dos serviços (de 3,5% para 3,9%), um aumento que não deve preocupar o BCE, uma vez que se deve principalmente a efeitos de calendário. Além disso, o peso do protecionismo crescente sobre a atividade e o mercado de trabalho continuará a enfraquecer as perspetivas de inflação. A taxa de desemprego aumentou ligeiramente em março, passando de 6,1% para 6,2%, e dados de pesquisas recentes apontam para uma nova deterioração em abril.

Zona Euro: evolução do PIB

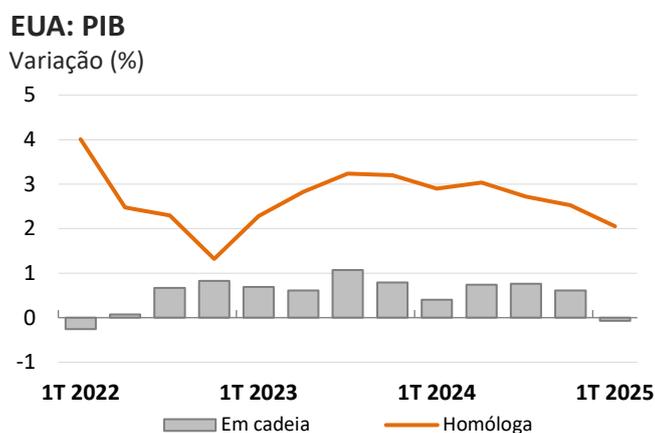
Variação trimestral (%)



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

A economia dos Estados Unidos registou uma contração pela primeira vez desde 2022. Conforme a primeira estimativa, no 1T 2025, o PIB dos EUA contraiu-se 0,1% em termos trimestrais (-0,3% em termos anualizados) e a variação homóloga reduziu 0,5 pontos percentuais, para +2,0%. A repartição por componentes reflete o impacto inicial das políticas económicas da Casa Branca. Especificamente, a contração do PIB deveu-se principalmente a um aumento significativo das importações (+9% em termos trimestrais), em resposta à antecipação de tarifas, e a uma queda nos gastos públicos de 0,4% em termos trimestrais. Contudo, o dados não refletem uma fraqueza económica interna, até o momento. A procura interna contribuiu com 0,6 pp para o crescimento do PIB, impulsionada principalmente por um avanço notável do investimento (+1,9% em termos trimestrais) e por um consumo privado que, embora tenha moderado o seu crescimento para +0,4% em termos trimestrais (+1% no 4T 2024), continua dinâmico, apesar da elevada incerteza e dos níveis de confiança enfraquecidos. As vendas reais privadas a compradores domésticos, que refletem melhor a força subjacente da economia, aumentaram 0,1% em relação ao 4T 2024, para +3,0% (em termos anualizados)(Ver [Nota Breve](#)). Considerando os próximos trimestres, o 2T 2025 iniciou com sinais mistos. De um lado, as condições do mercado de trabalho continuam sólidas. A taxa de desemprego manteve-se estável em 4,2% em abril, e foram criados 177 mil novos empregos (acima da média dos últimos três meses, de 132 mil). No entanto, por outro lado, a confiança dos empresários e dos consumidores permaneceu fraca em abril, devido à elevada incerteza económica, que poderá pesar nas decisões de consumo e investimento. Para exemplificar, o índice de confiança do consumidor Conference Board atingiu os níveis mais baixos desde 2020 (86,0), e o índice ISM de manufaturas caiu

duas décimas, para 48,7 (abaixo de 50, o que indica contração do setor). Em mais um sinal de antecipação das tarifas de Trump, o PIB do México cresceu 0,2% em termos trimestrais no 1T 2025 (vs. -0,6% no 4T 2024), elevando a variação homóloga para 0,8% (vs. 0,5% anteriormente), superando as expectativas de consenso dos analistas. O aumento das exportações da indústria transformadora, especialmente para os EUA, foi o principal motor do crescimento nos primeiros três meses do ano, uma tendência que deverá inverter-se nos próximos meses.



A guerra comercial já deixa a sua marca na economia chinesa. O PMI oficial do setor manufatureiro situou-se em 49,0 pontos (vs. 50,5 em março), uma queda significativa, em termos mensais, que coloca o indicador no nível mais baixo desde o final de 2023. Por sua vez, a queda do PMI industrial Caixin foi mais moderada, de 51,2 pontos em março para 50,4 em abril. Juntos, ambos apontam para uma desaceleração acentuada do setor industrial. Especificamente, o impacto da guerra comercial com os EUA é notável nas subcomponentes de novos pedidos. Também a componente da produção registou uma queda, mas mantém-se próxima dos 50 pontos, enquanto a componente dos preços da produção atingiu o seu nível mais baixo em sete meses. Do mesmo modo, apesar de parte destas quedas se deverem aos efeitos do «sentimento» da guerra comercial, é provável que se observe um abrandamento da produção industrial nos próximos meses e maiores tensões deflacionistas. O PMI oficial do setor de serviços também apresentou uma ligeira desaceleração no mês passado, caindo de 50,3 para 50,1 pontos, com quedas particularmente intensas na atividade de transporte marítimo.

Mercados financeiros

Bons dados económicos apoiaram o apetite pelo risco dos investidores. Depois de perdas generalizadas nas semanas anteriores devido às tarifas de Trump, a criação de emprego nos EUA em abril, melhor do que o esperado, e a surpresa também positiva no PIB do primeiro trimestre da zona euro permitiram, juntamente com algum abrandamento da incerteza na política comercial dos EUA, ganhos nos activos de risco durante a semana. As yields soberanas recuperaram ligeiramente em ambos os lados do Atlântico; nos Estados Unidos, com base nos dados de emprego de abril, que dissiparam os receios sobre os piores impactos na economia da subida das tarifas (e da incerteza subsequente); no caso da zona euro, graças tanto aos bons dados do PIB como à recuperação da inflação subjacente em abril. Neste contexto, as taxas implícitas do mercado monetário passaram a descontar uma política monetária um pouco menos relaxada: 3 cortes de taxas para a Fed até ao final de 2025 (contra quase 4 na semana anterior) e pouco mais de 2 cortes de taxas para o BCE, o que deixaria a taxa *depo* em 1,75% até ao final de 2025. Estes desempenhos também ajudaram o dólar a valorizar-se ligeiramente face aos seus principais pares no mercado cambial. Nas bolsas, também se registaram ganhos nos EUA, graças aos bons resultados do primeiro trimestre de grandes empresas tecnológicas como a Microsoft e a Meta. Na zona euro, as bolsas alemã, francesa e italiana encerraram a semana com ganhos, impulsionadas pela divulgação dos respectivos PMIs da indústria transformadora para abril, que surpreenderam em alta. As bolsas espanhola e portuguesa, por outro lado, mantiveram-se praticamente estáveis, devido a um PMI da indústria transformadora espanhola para abril e a dados do PIB português para o primeiro trimestre

que surpreenderam negativamente. No mercado das matérias-primas, os preços do Brent atingiram 60 dólares por barril (o valor mais baixo desde março de 2021), após a aprovação de um aumento da produção da OPEP+ impulsionado pela Arábia Saudita durante o fim de semana, o que significará uma produção adicional de mais de 400 000 barris por mês a partir de junho.

Ainda é demasiado cedo para a Fed voltar a baixar as taxas de juro. Esperamos que a Fed mantenha a taxa dos *fed-funds* no intervalo 4,25%-4,50% na sua próxima reunião de 6-7 de maio. O FOMC vai querer manter a postura cautelosa que tem adotado desde o início do ano, dada a incerteza acrescida na economia dos EUA, amplificada pela imposição de tarifas no início de abril. A Fed pode permitir-se esta pausa, dada a boa evolução da inflação desde fevereiro e a estabilidade das condições do mercado de trabalho. Em particular, a inflação global caiu para 2,4% em março, e a inflação subjacente, que exclui itens voláteis como a energia e os alimentos, caiu para 2,8%, abaixo de 3% pela primeira vez desde 2021. Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho continua a mostrar uma criação de emprego saudável e uma taxa de desemprego que se manteve relativamente estável desde o verão passado. E, apesar da contração do PIB no primeiro trimestre de 2025, a procura interna ainda mostra sinais de dinamismo (ver secção da Economia Internacional). Por conseguinte, as condições macroeconómicas dão tempo à Reserva Federal para obter mais clareza sobre o impacto das novas tarifas impostas no início de abril. Os mercados de futuros monetários prevêem que a Fed não baixará as taxas de juro em maio, mas que as reduzirá três vezes durante o resto do ano.

		2-5-25	28-4-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,14	2,19	-4	-57	-169
	EUA (Libor)	4,26	4,28	-2	-5	-107
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,05	2,07	-2	-42	-165
	EUA (Libor)	3,75	3,86	-11	-43	-146
Taxas 2 anos	Alemanha	1,76	1,74	+2	-32	-116
	EUA	3,82	3,69	+13	-42	-100
Taxas 10 anos	Alemanha	2,53	2,52	1	17	4
	EUA	4,31	4,21	10	-26	-20
	Espanha	3,19	3,18	1	13	-8
	Portugal	3,08	3,06	2	23	-6
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	66	66	0	-4	-11
	Portugal	54	54	0	6	-9
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		5.687	5.529	2,9%	-3,3%	10,9%
Euro Stoxx 50		5.285	5.170	2,2%	7,9%	7,4%
IBEX 35		13.447	13.456	-0,1%	16,6%	23,9%
PSI 20		6.966	6.873	1,3%	9,2%	4,8%
MSCI emergentes		1.133	1.103	2,8%	5,4%	6,8%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,130	1,142	-1,1%	9,1%	5,0%
EUR/GBP	libras por euro	0,852	0,850	0,2%	2,9%	-0,7%
USD/CNY	yuan por dólar	7,271	7,287	-0,2%	-0,4%	0,4%
USD/MXN	pesos por dólar	19,587	19,590	0,0%	-6,0%	15,4%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		101,5	103,1	-1,6%	2,7%	0,1%
Brent a um mês	\$/barril	61,3	65,9	-6,9%	-17,9%	-21,5%
Gas n. a um mês	€/MWh	33,1	32,4	2,1%	-32,3%	7,0%

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