

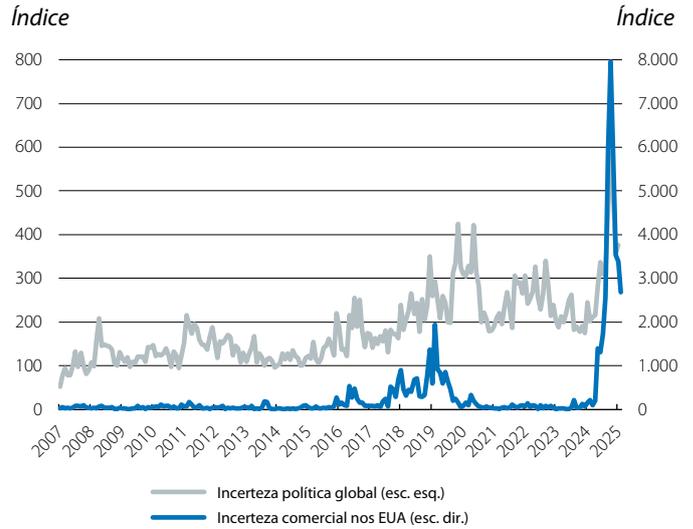
A economia internacional resiste ao verão

Uma economia global resiliente, com menos incerteza mas mais tarifas. O verão trouxe de volta à economia indicadores de atividade resilientes (PMI global compósito de 52,9 em agosto, um máximo de 15 meses) e uma menor incerteza em torno das relações comerciais a curto prazo. Os EUA e a UE chegaram a um acordo que estabelece tarifas gerais de 15% sobre as exportações de bens da UE para os EUA, incluindo automóveis, semicondutores e produtos farmacêuticos, bem como um tratamento preferencial para uma série de bens estratégicos e um compromisso de aquisições e investimentos europeus em setores-chave dos EUA. O Japão também acordou com os EUA tarifas de 15%, enquanto os EUA e a China prolongaram as tréguas e continuam a negociar, com um novo prazo em novembro próximo. Nas restantes economias, os EUA impuseram tarifas mais severas, especialmente ao Brasil e à Índia (50%) e à Suíça (39%). Para além disso, os EUA eliminaram a isenção *de minimis* (produtos de valor inferior a 800 dólares) para todos os países e estabeleceram tarifas de 50% sobre o cobre. O resultado é uma tarifa média efetiva aplicada pelos EUA de cerca de 17% (a mais elevada desde 1934 e comparada com a taxa de 3% ou inferior que prevaleceu nos últimos 50 anos).

As fontes de incerteza não desaparecem. Não só estão ainda pendentes importantes negociações comerciais, como também subsistem incertezas quanto à durabilidade dos acordos já alcançados, bem como incertezas jurídicas (o Tribunal de Recurso dos EUA declarou ilegais as tarifas bilaterais globais, estabelecidas ao abrigo da IEEPA, embora estas se mantenham em vigor até, pelo menos, 14 de outubro e o caso vá provavelmente para o Supremo Tribunal). Há também incerteza quanto ao impacto macroeconómico das tarifas, desde a sua transmissão ao longo das cadeias de produção e de formação de preços mundiais e nacionais até às possíveis reconfigurações globais dos fluxos comerciais. Em contrapartida, a política mantém outras fontes de incerteza na Europa. Nas últimas semanas, a França viu o seu prémio de risco apertar face a uma possível queda do governo de François Bayrou e a uma correção mais lenta das suas contas públicas: em 2024, o défice público era de 5,8%, o mais elevado da Zona Euro; a dívida pública, com 113%, é a terceira mais elevada da Zona Euro (atrás da Grécia e Itália), situando-se quase ao mesmo nível de 2020 e 15 p. p. acima de 2019.

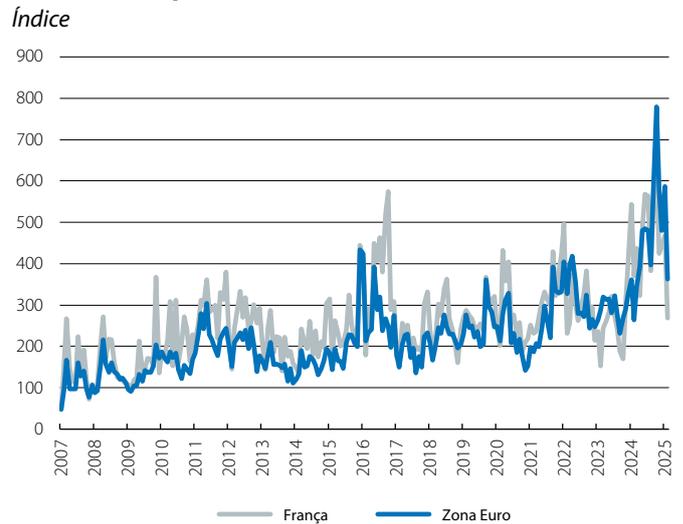
Efeitos de recuperação no PIB. Os dados do 2T mostram a inversão dos «efeitos de antecipação» devido à entrada em vigor das tarifas dos EUA. Na sequência de um 1T em que o aumento antecipado das importações provocou a queda do PIB dos EUA e impulsionou as exportações das outras grandes economias, o PIB dos EUA recuperou 0,8% em cadeia no 2T, com um forte contributo positivo do setor externo, mas com uma composição mista: as importações caíram acentuadamente, as exportações diminuíram ligeiramente e o consumo privado e o investimento avançaram menos do que o habitual. Estas oscilações no comércio internacional com os EUA pesaram sobre as exportações chinesas no 2T, embora a economia tenha compensado com exportações mais elevadas para os países da ASEAN e outras economias e o PIB da China tenha mantido um avanço sólido no 2T (+1,1% em cadeia, +5,2% em termos homólogos). Na Zona Euro, o PIB des-

Incerteza económica



Fonte: BPI Research, com base em dados de www.policyuncertainty.com

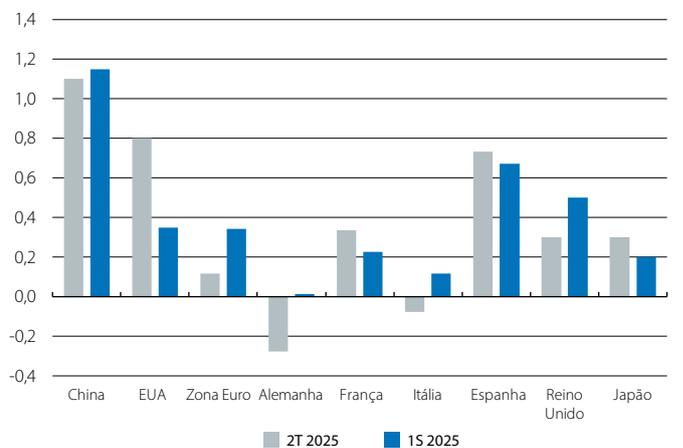
Incerteza da política económica



Fonte: BPI Research, com base em dados de www.policyuncertainty.com

Principais economias: PIB

Variação em cadeia (%)



Nota: O 1S 2025 é a variação média em cadeia do 1T 2025 e do 2T 2025.

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

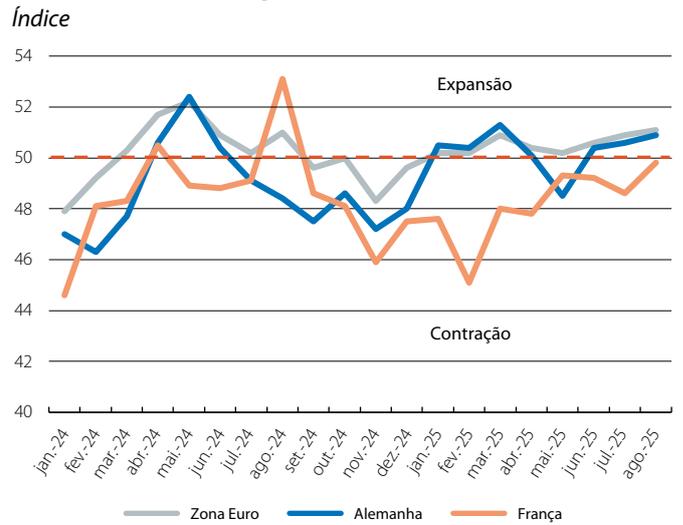
acelerou para 0,1% em cadeia (+0,6% no 1T, ou seja, +0,3% excluindo a Irlanda), influenciado pelo setor externo, embora a resiliência da procura interna proporcione uma dinâmica subjacente positiva (num contexto em que a taxa de desemprego desceu para um mínimo de 6,2% em julho). Por países, Alemanha e Itália registaram quedas (-0,3% e -0,1%, respetivamente, no 2T) vs. +0,3% no 1T) e França acelerou devido à acumulação de existências (+0,3% no 2T vs. +0,1% no 1T).

Sinais de melhoria da atividade europeia no 3T. A Zona Euro enfrenta o desafio de se adaptar nos próximos meses a condições comerciais com os EUA que são nitidamente menos favoráveis do que as existentes antes de 2025, embora o estímulo fiscal a ser implementado nos próximos anos (plano ReArmEU e plano de infraestruturas na Alemanha) possa mitigar algum do impacto do novo panorama comercial. Neste sentido, os últimos indicadores de confiança das empresas revelam alguma melhoria, num cenário de expansão modesta da atividade. O PMI composto da região, em particular, subiu cerca de 0,5 pontos entre julho e agosto, para 51,0, um nível que ainda aponta para um crescimento modesto, mas que é o mais elevado desde meados de 2024. Além disso, a melhoria foi generalizada entre as principais economias e tanto nos serviços como, especialmente, na indústria transformadora (em agosto, o PMI da indústria transformadora [50,7] regressou a território expansionista pela primeira vez desde junho de 2022). Nos meses de julho e agosto, o índice de sentimento económico também melhorou, embora, tal como a confiança dos consumidores, tenha permanecido em níveis relativamente modestos.

Sintomas de um mercado de trabalho não tão robusto nos EUA. A maior parte dos indicadores de atividade nos EUA apontam para um PIB dinâmico no 3T (os indicadores da Fed de Nova Iorque e Atlanta apontam para 0,6%-0,7% em cadeia), mas o destaque do verão foi a criação de emprego. Especificamente, o mercado de trabalho criou 51.000 novos empregos por mês na média de julho e agosto (vs. 127.000 na média dos 12 meses anteriores) e, além disso, a revisão estatística da série mostrou uma criação de apenas 6.000 em maio e junho como um todo (vs. 291.000 inicialmente estimados). A diferença entre a perda de dinamismo na criação de emprego e uma taxa de desemprego relativamente estável nos 4% indica que o mercado de trabalho pode estar a arrefecer, tanto do lado da procura como da oferta, uma reflexão que o Presidente da Reserva Federal, Jerome Powell, fez no simpósio anual de Jackson Hole e após a qual abriu a porta a uma redução das taxas em setembro (ver Mercados Financeiros).

A inflação diverge entre os dois lados do Atlântico. A inflação global na Zona Euro foi de 2,1% em termos homólogos em agosto, praticamente dentro do objetivo de 2% do BCE. Embora a inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos, tenha permanecido em 2,3% em termos homólogos, por detrás desta estabilidade está a baixa inflação dos bens industriais não energéticos (0,8%) e os serviços que estão a desacelerar lenta mas firmemente (3,1% em agosto, marcaram um mínimo desde abril de 2022). Pelo contrário, nos EUA, as pressões inflacionistas mantêm-se próximas de 3%, com o IPC global a aumentar 2,7% em julho e a inflação subjacente a acelerar para 3,0% (o valor mais elevado desde fevereiro). Porém, estes números sugerem que o impacto das tarifas nos preços finais ao consumidor tem sido até agora moderado, com pressões contidas nos itens que deveriam ser mais afetados (equipamento eletrónico, têxteis, etc.).

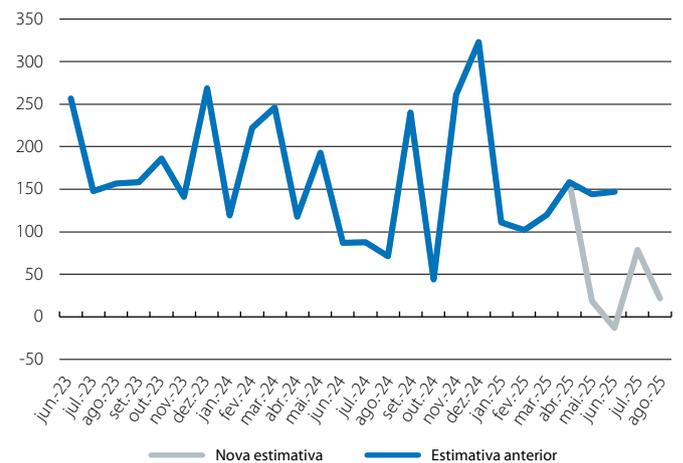
Zona Euro: PMI composto



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

EUA: emprego

Varição mensal (milhares)

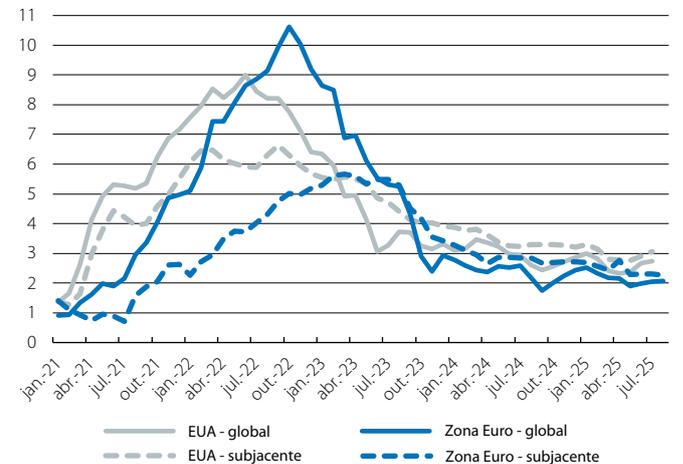


Nota: Exclui o setor agrícola.

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

Economias avançadas: IPC

Varição homóloga (%)



Nota: A inflação subjacente exclui a energia e todos os produtos alimentares.

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

5% do PIB em defesa: Porquê? Para quê? É viável?

A Cimeira da NATO, realizada em Haia em 24 e 25 de junho, encerrou com o compromisso dos membros da NATO de aumentar as despesas com a defesa para 5% do PIB até 2035. O mercado da defesa é um monopsonio natural em que a procura é dominada pelos governos, pelo que este tipo de compromisso tem um impacto imediato nas contas públicas, especialmente no atual contexto global de restrição orçamental.¹ Na Europa, coincide também com o desejo de dar um impulso competitivo à sua economia com base no relatório Draghi,² pelo que existe uma forte concorrência por recursos para outros domínios estratégicos, como a dupla transição verde e digital. Pretendemos aqui compreender os motivos subjacentes ao compromisso da NATO, explicar que objetivos estão a ser prosseguidos e até que ponto é razoável esperar que a UE aumente as suas despesas com a defesa nos próximos anos.

Porquê?

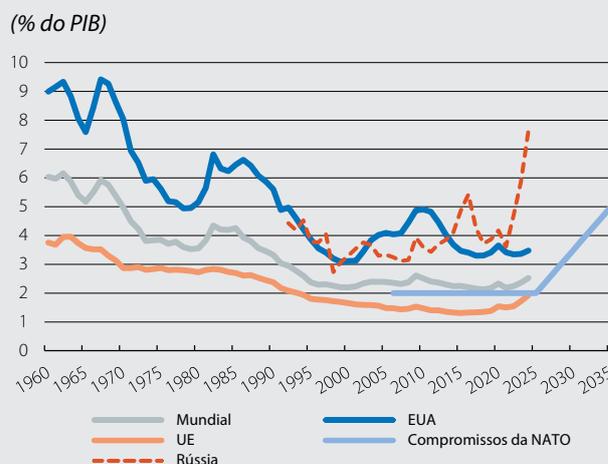
A definição de compromissos em matéria de despesas com a defesa não é nova no seio da NATO e, desde a cimeira de Riga, em 2006, o valor de referência tem sido 2% do PIB, um objetivo que foi reforçado na cimeira do País de Gales, em 2014, após a invasão da Crimeia pela Rússia. O criticismo dos EUA em relação ao fracasso sistemático dos parceiros europeus em cumprir estes objetivos não foi exclusivo das administrações Trump, mas também ressoou com Obama e Biden na Casa Branca; os dados dão-lhe razão (ver o primeiro gráfico). Um outro elemento estrutural é a referência à ameaça que a Rússia representa para a segurança euro-atlântica, materializada na invasão da Ucrânia a partir de 2022, que levou a um salto sem precedentes nas suas despesas militares e à sua transformação numa «economia de guerra». Contudo, nas condições atuais – sem envolvimento direto dos membros da NATO em guerras – nenhum destes fatores, por si só, obriga a um compromisso de 5% do PIB, um valor mantido pela última vez pelos EUA nos últimos anos da Guerra Fria e globalmente na década de 1960. A justificação mais razoável deve, pois, ser procurada no desejo de dispor de um maior poder de dissuasão num cenário geopolítico mais polarizado, em que os membros da NATO têm vindo a perder progressivamente peso na economia mundial e, portanto, nas despesas absolutas com a defesa a nível global (de 75% há 30 anos para 55% atualmente). Pelo contrário, a soma da China, da Índia e da Rússia tem vindo a crescer de forma constante e ultrapassa atualmente 20% do total (ver segundo gráfico).

Para quê?

Para 2035, o novo compromisso da NATO está dividido entre 3,5% do PIB para cobrir as necessidades e capacidades essenciais de defesa – principalmente equipamento e pessoal – incluindo para mobilização, e 1,5% para proteger

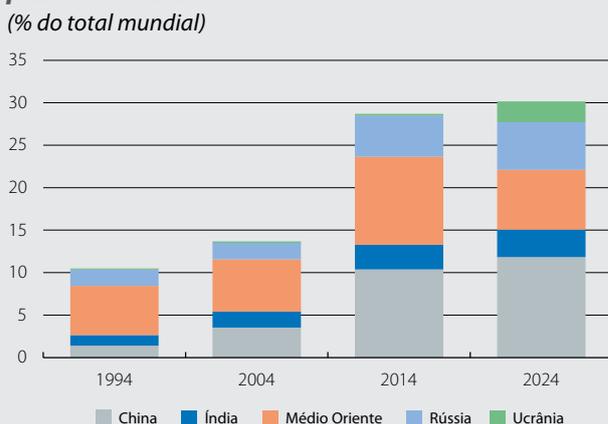
1. Ver Focus «Os limites da dívida» no IM01/2025.
 2. Ver Focus «Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10/2024 e «Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE» no IM04/2025.

Despesas globais com a defesa e compromissos da NATO



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Mundial e do SIPRI.

Gastos com defesa fora da NATO: países selecionados



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

infraestruturas críticas, aumentar a resiliência civil e digital, promover a inovação e reforçar a base industrial. Por conseguinte, a primeira componente procura assegurar uma resposta mais rápida e a curto prazo às ameaças e agressões convencionais, e a segunda componente proporcionaria aos Estados-Membros um nível de segurança autónomo mais robusto e abrangente. O cumprimento destes objetivos é, sem dúvida, impulsionado por um maior volume de recursos empregados, mas as considerações qualitativas são igualmente, se não mais, relevantes.³ Neste sentido, a NATO sublinhou a importância de uma abordagem sistémica cooperativa e coordenada, com normas e aquisições conjuntas para facilitar a interoperabilidade e a permutabilidade de equipamentos e armamentos, e uma cadeia de abastecimento mais segura para o fornecimento de materiais críticos à indústria da defesa.⁴ O mesmo diagnóstico foi feito pelas instituições

3. Carnegie Endowment (2025). «Taking the pulse: does meeting the 5 percent of GDP target enable Europe to confront the Russian threat?».
 4. NATO (2024). «NATO industrial capacity expansion pledge», e NATO (2024) «Defence-critical supply chain security roadmap».

européias nos últimos anos,⁵ com o relatório Draghi a destacar três fraquezas particularmente marcantes no setor da defesa em comparação com os EUA: fragmentação do seu mercado interno – que afeta tanto a indústria como a governação –, elevada dependência externa e baixo investimento em investigação, desenvolvimento e inovação.

É viável?

Na União Europeia, as várias iniciativas apresentadas pela Comissão Europeia para financiar o aumento das despesas com a defesa deixam a maior parte do esforço fiscal nas mãos dos Estados-Membros. Por um lado, as primeiras medidas apresentadas em março e já aprovadas pelo Conselho, que incluem um novo instrumento de empréstimo de 150 mil milhões de euros (SAFE) para favorecer as aquisições conjuntas e a possibilidade de se desviar da regra das despesas para os próximos quatro anos até 1,5% do PIB, suscitaram pouco entusiasmo entre os Estados-Membros com uma margem orçamental limitada. As medidas não atenuam o impacto significativo que os novos compromissos em matéria de defesa terão quer na dívida pública (ver alguns cenários no terceiro gráfico),⁶ com riscos de pressão em alta sobre o custo do financiamento soberano, quer em ajustamentos adicionais aos já exigidos pelos planos orçamentais de médio prazo (ver quarto gráfico),⁷ com potenciais implicações no crescimento e na distribuição do rendimento, dependendo do valor dos diferentes multiplicadores orçamentais e em que impostos e/ou rubricas de despesa se concentram as medidas compensatórias.⁸ Efetivamente, neste contexto, Espanha, França e Itália não solicitaram a ativação da cláusula de salvaguarda, reduzindo significativamente o âmbito desta medida para cerca de 200-300 mil milhões de euros, em comparação com os 600 mil milhões inicialmente previstos. Em contrapartida, o apetite dos chamados «países frugais» para promover um novo programa de despesas com emissão conjunta de dívida ao estilo dos fundos NGEU parece ter-se diluído ao longo dos meses, dando prioridade à promoção das suas propostas nacionais – como no caso da Alemanha – enquanto o aumento proposto pela Comissão Europeia para o próximo ciclo orçamental⁹ é insignificante em comparação com a magnitude dos compromissos alcançados na NATO.

5. EEAS (2022). «A strategic compass for security and defence», Comissão Europeia (2022), «Defence Investment Gaps Analysis and Way Forward» e Comissão Europeia (2025), «White Paper for European defence - Readiness 2030».

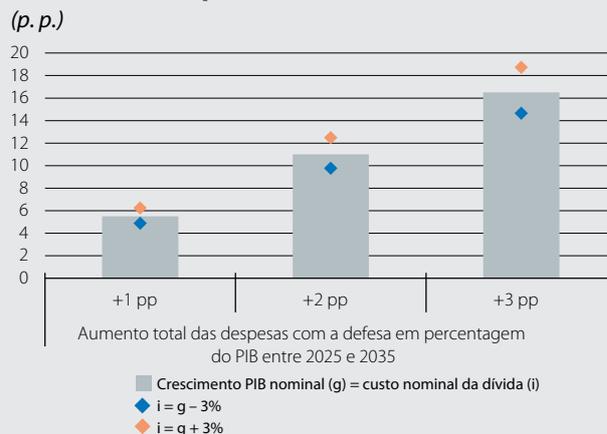
6. O terceiro gráfico mostra o aumento da dívida pública resultante apenas de um aumento de diferentes dimensões das despesas com a defesa (1 ponto, 2 pontos ou 3 pontos do PIB entre 2025 e 2035, repartidos proporcionalmente por cada um dos 10 anos seguintes) e, em cada caso, a sensibilidade a um diferencial negativo, neutro ou positivo entre o crescimento nominal do PIB e o custo nominal da dívida pública. Partimos do princípio de que o aumento das despesas com a defesa não é compensado pelo aumento dos impostos ou pela redução das despesas noutras rubricas.

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

8. Sobre os multiplicadores orçamentais, ver Sheremirov, V. e Spirovska, S. (2022) «Fiscal multipliers in advanced and developing countries: Evidence from military spending», Journal of Public Economics.

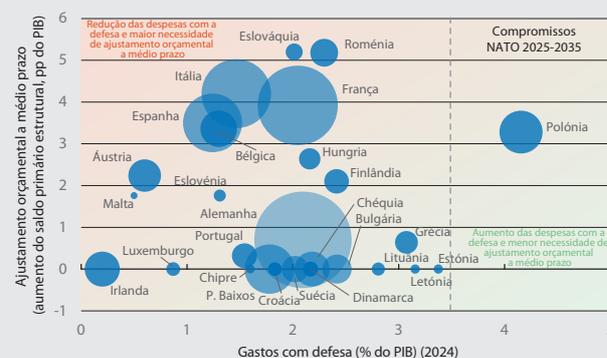
9. Ver Focus «Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?» neste mesmo Relatório Mensal.

Aumento das despesas com a defesa: impacto no rácio dívida pública/PIB



Nota: Partimos do princípio de um aumento anual progressivo das despesas com a defesa entre 2025 e 2035.
Fonte: BPI Research.

Despesas atuais com a defesa e ajustamento orçamental previsto a médio prazo nos países da UE



Notas: Ajustamento orçamental total durante o período dos planos orçamentais estruturais de médio prazo (4 anos ou 7 anos com prorrogação). A área dos círculos é proporcional ao PIB nominal em euros em 2024. Dados do Eurostat 2023 para países não pertencentes à NATO (Áustria, Chipre, Irlanda e Malta).
Fonte: BPI Research, com base em dados da NATO, Eurostat e Comissão Europeia.

Neste momento, no atual cenário geopolítico, é possível compreender as motivações para querer aumentar as despesas com a defesa acima dos níveis atuais. Também há aspetos que precisam de ser reforçados nos contratos públicos europeus no setor da defesa e na indústria da defesa para poderem enfrentar com garantias os desafios emergentes. Contudo, a aspiração de 5% do PIB é certamente muito ambiciosa. A uma taxa de 3% a 3,5%, este valor permitiria compensar em 10 anos o défice de despesas com a defesa acumulado pelos governos europeus nas últimas décadas, o que representa um esforço considerável. O encargo orçamental poderia ser reduzido através de uma identificação precisa das prioridades críticas, de uma melhor coordenação para reduzir os custos e evitar duplicações, e da promoção de sinergias com o setor privado em matéria de inovação, o que permitiria também avançar noutras áreas estratégicas para aumentar o crescimento potencial da economia europeia.

Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?

Em 16 de julho, a Comissão Europeia apresentou a sua proposta de orçamento da UE para 2028-2034, abrindo negociações com o Conselho e o Parlamento Europeu que poderão durar até ao final de 2027. Para conferir à União Europeia uma verdadeira autonomia estratégica, o próximo orçamento deve visar dois objetivos principais: revitalizar a competitividade europeia –em consonância com o relatório Draghi– e enfrentar os desafios da geopolítica mundial, incluindo o aumento do protecionismo comercial e os compromissos da NATO. Para atingir estes objetivos, serão necessários vastos recursos, cuja capacidade de mobilização, do lado privado, está ainda por conhecer e, do lado público, parece que recairá sobre os orçamentos nacionais, que, à partida, têm poucos graus de liberdade. Um ato de equilíbrio.

Um ciclo com novas prioridades

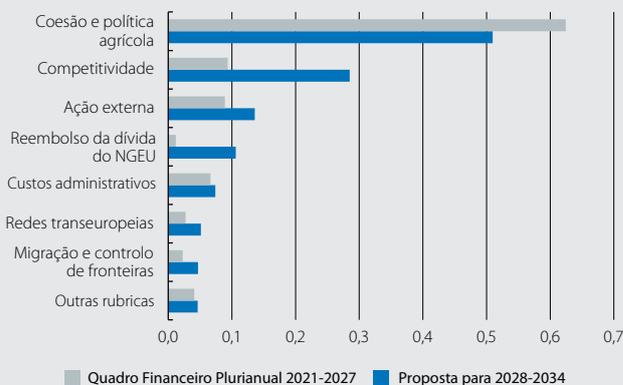
A proposta da Comissão para o próximo orçamento (Quadro Financeiro Plurianual, na terminologia de Bruxelas) coloca o volume total de recursos em cerca de 2 biliões de euros em termos nominais, o que representa uma média anual de 1,3% do PIB previsto da UE entre 2028 e 2034.¹ O montante do empréstimo é de 1,2 biliões de euros (1% do PIB nominal médio 2021-2027), embora depois reforçado pelos 800 mil milhões de euros de fundos do Next Generation EU, dos quais o reembolso da dívida conjunta emitida para o seu financiamento absorveria agora 168 mil milhões. Adicionalmente, por uma questão de simplicidade e flexibilidade, a proposta implica uma redução do número de áreas temáticas e de programas comunitários, bem como alterações na sua instrumentação, facilitando a reafetação de fundos de acordo com as necessidades e incluindo uma transformação dos fundos estruturais (coesão social e territorial, e política agrícola) na direção definida pelos fundos do Next Generation EU.

A afetação de fundos é também substancialmente modificada em resposta à revisão das prioridades estratégicas (ver primeiro gráfico). Uma das principais novidades é a criação de um Fundo para a Competitividade com uma dotação de 409 mil milhões de euros, que se torna o principal veículo do orçamento da UE para promover a agenda de investimento do relatório Draghi.² Os principais destinatários são o impulso à inovação através do programa Horizon (175 mil milhões de euros) e a indústria da defesa e do espaço (131 mil milhões de euros), ambos com um aumento notável em comparação com o ciclo 2021-2027, enquanto o restante será destinado à transição limpa, à liderança digital e a diferentes domínios da bioeconomia. Estes fundos são complementados por um aumento do orçamento do instrumento *Connecting Europe* para as redes transeuropeias de transportes (incluindo a mobilidade militar) e as redes de energia (81 mil milhões no total).

1. Comissão Europeia (2025). «The 2028-2034 EU budget for a stronger Europe».
2. Ver Focus «Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE». no IM04/2025.

Principais rubricas do orçamento da UE

(% do PIB anual)



Notas: Em termos nominais sobre o PIB médio de cada período. Compromissos iniciais aprovados pelo Conselho para o período 2021-2027 (excluindo o Next Generation EU) e proposta da Comissão Europeia para 2028-2034.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

Noutros domínios estratégicos, registou-se um aumento notável dos recursos destinados à cooperação internacional e ao apoio aos países candidatos à UE. Por conseguinte, o instrumento *Global Europe* é reforçado para 200 mil milhões de euros, enquanto são propostas duas rubricas extraordinárias para cobrir as necessidades relacionadas com a guerra na Ucrânia e a futura reconstrução do país (num total de 131 mil milhões de euros). Simultaneamente, os fundos para a gestão da migração, o asilo e o controlo das fronteiras são aumentados (para 74 mil milhões de euros). Finalmente, com a gestão de emergências como a COVID-19 na linha da frente, a proposta da Comissão inclui um novo mecanismo transitório de empréstimos de 395 mil milhões de euros –também fora do orçamento– para potenciais crises futuras, que seria complementar a outros fundos da UE destinados a aumentar a resiliência na saúde e na proteção civil.

O eterno dilema do financiamento

O novo Fundo para a Competitividade constitui um passo em frente no sentido de impulsionar a mudança estrutural na economia europeia, mas o seu impacto será provavelmente limitado sem uma União da Poupança e do Investimento completa que mobilize o capital privado necessário. Tal será particularmente relevante para o financiamento de projetos inovadores que impulsionem a transformação digital e conduzam a ganhos de produtividade, bem como para apoiar a transição ecológica com a criação de uma indústria europeia de tecnologias limpas. No entanto, o esforço proposto pela UE em algumas áreas, nomeadamente a defesa, parece ficar muito aquém dos atuais défices e compromissos, o que sugere que a contribuição pública terá de provider, em grande medida, de orçamentos nacionais já sobrecarregados na maioria dos países membros (ver «5% do PIB para a defesa: Porquê? Para quê? É viável?» neste mesmo *Relatório Mensal*).

À semelhança dos ciclos orçamentais anteriores, o debate sobre o financiamento será intenso até à sua aprovação. Ao

contrário das posições que defendem a extensão do modelo utilizado para os fundos do NGEU, com dívida comum e transferências a fundo perdido, outro grupo de países mostra as suas habituais reticências, agora reforçadas pelo facto de a fatura destas questões absorver 8% do orçamento total da UE (24 mil milhões de euros por ano). Resumidamente, embora o espaço orçamental comum seja maior do que o espaço orçamental individual, com os consequentes ganhos em termos de custos de financiamento, as finanças públicas europeias partem de um nível de dívida relativamente elevado (87% do PIB em 2024).³ Neste contexto, a proposta da Comissão prevê a possibilidade de emissões conjuntas (até 690 mil milhões, um pouco menos do que o Next Generation EU), mas apenas para certas contingências (como o novo mecanismo de crise acima referido) ou para empréstimos (aos Estados-Membros ou aos países candidatos, como no caso da Ucrânia).

Outro elemento digno de nota é a proposta de aumentar os recursos próprios em cerca de 350 mil milhões de euros para todo o período 2028-2034, o que representaria cerca de 20% das receitas totais previstas (ver segundo gráfico). Estes recursos seriam provenientes de diferentes fontes, incluindo o regime de comércio de licenças de emissão (ETS) e o mecanismo de ajustamento das emissões de carbono nas fronteiras (CBAM), bem como novos impostos sobre os resíduos de equipamentos elétricos e eletrónicos não reciclados, o tabaco e uma contribuição fixa das empresas baseada no volume de negócios. Alguns destes novos recursos já tinham sido propostos em 2020 para o atual ciclo orçamental e não foram adotados.

A coesão e a transição ecológica, chave da negociação política

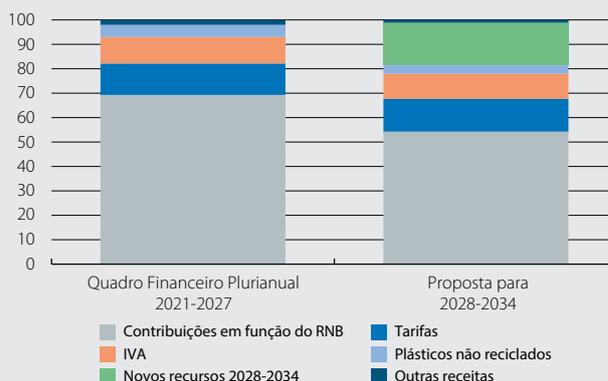
No que diz respeito aos fundos de coesão e à política agrícola (incluindo, de um modo geral, o ambiente e a transição climática), há quem assinala que é nestas rubricas que mais se refletem os estrangulamentos orçamentais e as novas prioridades estratégicas da UE. Consequentemente, os recursos nominais para estas políticas manter-se-iam estáveis em relação ao que foi autorizado para 2021-2027 (cerca de 800 mil milhões), mas diminuiriam em percentagem do orçamento total (de 64% para 40%) e em relação ao PIB (de 0,6% para 0,5% por ano, como mostra o primeiro gráfico). Este declínio contrasta com a estagnação dos últimos 15 anos na convergência entre as regiões europeias, que mantêm um diferencial notável entre as regiões mais desenvolvidas do noroeste e as de menor rendimento per capita do leste, ainda com grandes áreas rurais e um importante sector agrícola.⁴ Além disso, um eventual alargamento da UE liderado pela Ucrânia reforçaria este diagnóstico.

Esta alteração quantitativa dos Fundos estruturais é acompanhada de uma proposta de ajustamento significativo da

3. Inclui 82% do PIB da dívida nacional dos Estados-Membros e 5% do PIB da dívida agregada.

4. Comissão Europeia (2024). «Ninth report on economic, social and territorial cohesion».

Fontes de financiamento do orçamento da UE (% das receitas totais)



Notas: O rendimento nacional bruto (RNB) é a soma do PIB e do saldo externo dos rendimentos do trabalho e do capital. Os recursos próprios provenientes das tarifas incluem também os impostos agrícolas.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia e do Conselho.

sua governação. Na sequência da conceção dos fundos do Next Generation EU, a Comissão prevê a elaboração de planos de cooperação nacionais e regionais (PCNR), que reuniriam os programas de reforma e de investimento de cada Estado-Membro e cujo cumprimento daria acesso aos recursos atribuídos no orçamento comunitário. Críticas sobre o papel dos governos locais e regionais neste novo regime preveem que este será também um elemento central do próximo debate político. A disponibilidade de empréstimos para implementar as medidas contidas nos PNRCs seria outro elemento herdado do NGEU. A Comissão propõe um total de 150 mil milhões de euros, o que poderia eventualmente aumentar os recursos totais da política de coesão e da política agrícola para níveis equivalentes aos atuais, com a diferença, no entanto, de que estes empréstimos aumentariam o nível da dívida pública nacional, enquanto o orçamento comunitário prevê essencialmente transferências a fundo perdido entre Estados-Membros.

Não menos importante, a procura de apoio no Parlamento Europeu e de consenso no Conselho terá também como ingrediente principal a aparente mudança da agenda ambiental e climática por parte da nova Comissão. As críticas apontam para o facto de que, embora a proposta mantenha um objetivo de 35% para as despesas da UE nestes domínios, o seguimento dos compromissos estabelecidos no Pacto Ecológico Europeu se perde e o conteúdo das medidas parece cada vez mais subordinado ao impulso competitivo, com mais ênfase no apoio à descarbonização industrial e menos na agricultura sustentável e na biodiversidade.

É indubitável que a negociação do próximo orçamento irá, mais uma vez, testar o estado de saúde do projeto europeu, do qual dependerá a nossa autonomia estratégica para enfrentar os desafios geopolíticos que continuarão a vir do exterior.

As tarifas funcionam como um instrumento de cobrança de impostos nos EUA?

A utilização de tarifas está a tornar-se uma peça central da política económica da administração Trump. A Casa Branca afirma que, com esta estratégia, persegue três objetivos principais: proteger as indústrias nacionais e repatriar a produção para solo americano (incluindo o reforço da independência económica em setores estratégicos), corrigir o défice comercial e aumentar as receitas para financiar parte do crescente défice orçamental. Contudo, estes objetivos são dificilmente conciliáveis entre si. Para defender a produção local, é difícil limitar as importações e, ao mesmo tempo, contar com elas como fonte de receitas fiscais. Na verdade, quanto mais bem sucedida for a política comercial na restrição das importações, menor será a base de receitas que se pode esperar. É precisamente sobre esta tensão de base que se levanta a dúvida sobre o poder de aumento de receitas das tarifas, e é precisamente sobre este ponto que centramos a análise neste artigo.

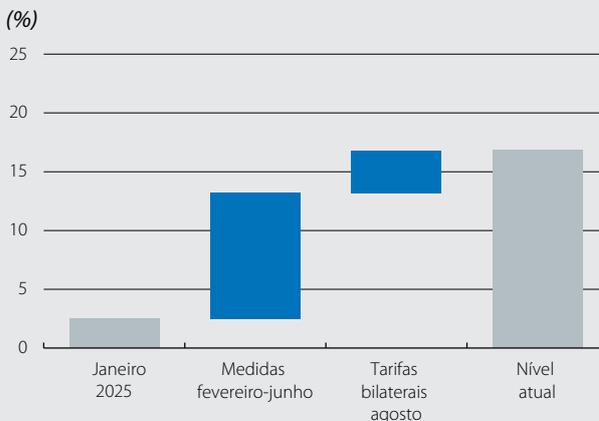
Tarifa efetiva: de 2% a 15%... em que nível?

Em agosto de 2025, estimamos que a tarifa média efetiva aplicada pelos EUA seja de cerca de 17%. Trata-se de um aumento de 2 pp em relação à nossa estimativa de junho¹ e de 15 pontos desde o início do ano. Este nível reflete a acumulação de medidas tomadas entre fevereiro e junho: as tarifas universais de 10%, 50% sobre o aço e o alumínio, 25% sobre os automóveis e 35% para o Canadá, 25% para o México² e 45% para a China. Incorpora também os ajustamentos resultantes dos acordos bilaterais alcançados no verão com parceiros como o Reino Unido (10%), a UE (15%) e o Japão (15%), onde os automóveis são tributados de acordo com as tarifas específicas de cada país. Inclui também as novas tarifas mais elevadas que penalizam países como a Suíça (39%), a Índia (25%) e o Brasil (50%). Note-se que algumas negociações ainda estão em aberto: China (prazo até 10 de novembro), México (prazo até ao final de outubro), UE (na pendência, nomeadamente, da lista de produtos estratégicos sujeitos a 0%) e eventuais tarifas setoriais sobre a eletrónica e os produtos farmacêuticos, cujo nível final ainda não é conhecido.

Cobrança de tarifas: 0,3% do PIB... a 1%?

A cobrança de tarifas pelo Tesouro dos EUA tem sido historicamente marginal, uma vez que o seu principal objetivo não era, até então, constituir um instrumento importante de política orçamental ou um mecanismo de obtenção de receitas. As principais fontes de receitas foram os impostos sobre as sociedades e o imposto sobre o rendimento das pessoas singulares, que, em conjunto, representaram cerca de 60% das receitas totais, o equivalente a cerca de 10% do

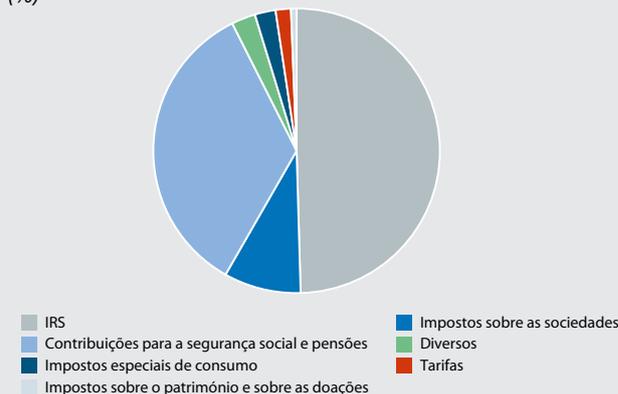
EUA: tarifa efetiva



Nota: Taxas atualizadas com base em acordos comerciais e comunicações escritas.
Fonte: BPI Research, com base em dados do UN COMTRADE.

EUA: fontes de receitas fiscais

(%)



Nota: Proporções médias para o período 2015-2024.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Tesouro dos EUA.

PIB. Em comparação, as tarifas contribuíram apenas com 2% das receitas totais e 0,3% do PIB.³

Este ano, porém, o padrão começou a mudar, especialmente desde abril, na sequência da entrada em vigor da tarifa universal de 10%, juntamente com outras tarifas setoriais. Somente entre janeiro e julho, o Tesouro cobrou 114,86 mil milhões de dólares em tarifas, o que equivale a quase 0,4% do PIB. Ou seja, já se arrecadou mais este ano (em proporção do PIB) do que no ano total de 2023 e 2024 (ver segundo gráfico). Depois do primeiro semestre do ano, o resultado final dependerá tanto do nível final das tarifas como do desempenho das importações.

Neste sentido, os dados do primeiro semestre revelam que, após uma recuperação de quase 20% em cadeia no 1T, em

1. Ver Focus: Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA? no IM06/2025.
2. As tarifas para o México e o Canadá só se aplicam a mercadorias que não cumpram as condições do USMCA.

3. Com exceção das receitas das contribuições para a segurança social, as receitas do imposto sobre as sociedades e do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares representam 89% do total e as tarifas 3%.

antecipação das tarifas, as importações de bens caíram 20% em cadeia em abril e estabilizaram entre maio e junho em cerca de 270 mil milhões de dólares, ligeiramente abaixo da média do ano anterior (274 mil milhões de dólares). Num cenário em que assumimos que as importações mensais estabilizam em torno destes níveis e aplicamos tarifas efetivas de 17% (em vigor atualmente), a receita total para o ano através deste canal ascenderia a 1,1% do PIB.

Será 1% um cenário realista e sustentável a longo prazo?

No entender da Casa Branca, é crucial manter as tarifas elevadas para cobrir parte do aumento do défice público previsto para os próximos 10 anos, em resultado da nova lei orçamental. Aumentar o equivalente a 1% do PIB que projetámos acima já evitaria uma deterioração significativa das contas públicas. Será que o consegue realmente alcançar?

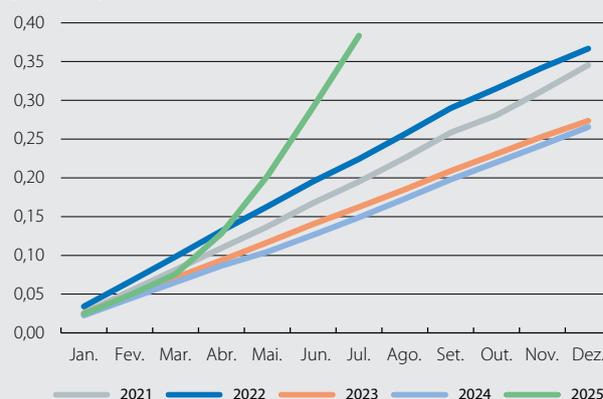
O sucesso da estratégia depende não só do nível das tarifas, mas também da estabilidade das importações. Para isso, são necessárias pelo menos duas condições: que a elasticidade dos preços das importações seja baixa e/ou a procura agregada permaneça dinâmica.

Começemos pelo primeiro. O comportamento das importações dependerá, primeiramente, da forma como as tarifas são repercutidas nos preços, ou seja, como o custo é partilhado entre exportadores, importadores e consumidores finais. Alguns estudos sobre as tarifas aplicadas à China em 2018 concluíram que estas resultaram num aumento de quase um para um nos preços dos bens importados, o que sugere que o custo foi absorvido pelos importadores e consumidores dos EUA.⁴

Os inquéritos realizados por várias agências regionais da Fed mostram que muitas empresas tencionam transferir a totalidade ou parte das tarifas para o consumidor. A título de exemplo, um inquérito da Fed de Atlanta⁵ revela que pelo menos 55% das empresas planeiam fazê-lo e, desse grupo, metade planeia transferir «todos» ou «a maior parte» dos custos. Apesar de ser demasiado cedo para avaliar o efeito final sobre os preços no consumidor, os dados do IPC de junho e julho mostram que os preços de certos bens importados já começaram a subir.⁶ Caso uma parte das tarifas seja transferida para o consumidor final, então a evolução das importações dependerá da sensibilidade da procura aos preços. A elasticidade dos preços das importações foi estimada por vários estudos como variando entre -1 e -5 .⁷ Tomando o valor mais conservador (-1),⁸ pode assumir-se

4. Ver Amiti, M., Redding, S. J. e Weinstein, D. E. (2019). «The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare». *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), 187-210. E Cavallo, A., Gopinath, G., Neiman, B. e Tang, J. (2021). «Tariff Pass Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy». *American Economic Review: Insights*, 3(1), 19-34.
5. Banco da Reserva Federal de Dallas (2025). «Texas Business Outlook Survey: Special Questions». Abril.
6. Ver Nota informativa da Inflação dos EUA em junho no BPI Research.
7. Ver Feenstra, R. C., Luck, P., Obstfeld, M. e Russ, K. N. (2018). «In Search of the Armington Elasticity. *The Review of Economics and Statistics*», 100(1), 135-150.
8. Jeanne, O. e Son, J. (2020). «To What Extent Are Tariffs Offset by Exchange Rates?» Working Paper n.º 27654, National Bureau of Economic Research.

EUA: cobrança cumulativa de tarifas (% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Tesouro dos EUA e o Bureau of Economic Analysis.

que um aumento de 1% no preço de um bem importado reduz a sua procura em 1%.

Um canal que poderia amortecer parcialmente este efeito é a taxa de câmbio. A valorização do dólar contribuiria para compensar o aumento do custo dos bens importados. Entretanto, até agora, este ano, o dólar desvalorizou 10% em relação aos seus principais pares, possivelmente enfraquecido pelas crescentes expectativas de um abrandamento económico nos EUA.

Esta última questão leva-nos à segunda condição para que a política pautal funcione como um mecanismo sustentado de aumento de receitas: a procura agregada não deve enfraquecer. As nossas previsões apontam para uma moderação do crescimento do PIB de 2,8% em 2024 para 1,3% em 2025 e 2026 (o consenso dos analistas é de cerca de 1,5%). Tal arrefecimento explicar-se-ia tanto pelos efeitos diretos das tarifas –através dos mecanismos acima descritos –como pelo aumento da incerteza, que afetará negativamente as decisões de consumo e de investimento. Para além disso, o esperado arrefecimento da economia mundial irá pesar sobre a procura externa de exportações dos EUA. E num ambiente menos dinâmico, as importações serão inevitavelmente afetadas.

Não se verificou até agora uma queda drástica das importações, mas isso deve-se ao facto de persistir um efeito de antecipação. Recorde-se ainda que alguns bens, como os produtos farmacêuticos e os semicondutores, têm estado isentos de tarifas até agora, o que mantém o incentivo à constituição de reservas. Assim, por exemplo, de acordo com os dados do U.S. Census Bureau, as importações de produtos farmacêuticos aumentaram 15% este ano, enquanto as importações de mobiliário e vestuário diminuíram 15% e 10%, respetivamente.

No conjunto, o aumento das receitas das tarifas foi significativo e atingir 1% do PIB é um valor importante, mas parece difícil fazê-lo de forma sustentada ao longo do tempo.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	2,7	2,5	2,0	2,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	3,6	4,1	4,8	4,8	4,6	4,4	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	102,2	110,6	99,8	93,1	95,2	98,7	97,4
Produção industrial	0,2	–0,3	–0,4	–0,3	1,2	1,0	0,8	1,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	47,3	48,2	50,1	48,7	49,0	48,0	48,7
Habitacões iniciadas (milhares)	1.421	1.371	1.338	1.387	1.401	1.346	1.358	1.428	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	332	336	340	338	337	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,1	4,2	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,0	59,9	60,0	59,8	59,7	59,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,6	–3,6	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	4,1	3,0	2,6	2,7	2,7	2,4	2,7	2,7	...
Taxa de inflação subjacente	4,8	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	2,9	3,1	...

JAPÃO

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Atividade									
PIB real	1,2	0,1	0,8	1,2	1,8	1,2	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,1	37,2	36,9	36,1	34,7	32,8	34,5	33,7	34,9
Produção industrial	–1,4	–3,0	–1,8	–2,5	2,5	0,8	2,6	–0,9	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	14,0	12,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	–0,6	–0,6	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,3	2,7	2,8	2,9	3,8	3,4	3,2	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	2,0	2,3	2,7	3,2	3,5	3,4	...

CHINA

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	4,6	5,4	5,4	5,2	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	2,7	3,8	3,6	4,4	4,8	3,7	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,0	5,6	6,8	6,2	6,8	5,7	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,4	50,2	49,9	49,4	49,7	49,3	49,4
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	997	898	997	1.086	1.146	1.146	1.159	...
Exportações	–5,1	4,6	5,4	10,0	5,7	6,0	5,6	7,1	...
Importações	–5,5	1,0	2,1	–1,8	–6,9	–0,9	1,1	4,1	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,2	0,5	0,2	–0,1	0,0	0,1	0,0	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2

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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,2	2,1	2,2	2,0	2,7	3,5	2,2	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,6	-3,0	-1,7	-1,5	1,4	1,2	0,2	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-13,0	-13,4	-14,1	-15,7	-15,3	-14,7	-15,5
Sentimento económico	96,2	95,7	96,0	95,1	95,5	94,3	94,1	95,7	95,2
PMI indústrias	45,0	45,9	45,5	45,4	47,6	49,3	49,5	49,8	50,7
PMI serviços	51,2	51,5	52,1	50,9	51,0	50,1	50,5	51,0	50,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,2	1,0	0,7	0,7	0,7	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7	3,7	3,7	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,4	7,4	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	7,7	6,6	6,3	6,2	6,3	6,3	6,2	6,0	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,7	0,9	1,0	1,3	1,5	1,4	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,7	-0,5	-0,6	-0,2	0,2	0,2	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,6	1,1	1,1	0,6	0,6	0,8	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,8	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Inflação global	5,5	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,1
Inflação subjacente	5,0	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3

Setor externo

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Balança corrente	2,0	3,3	3,4	3,3	3,0	3,6	3,6	...	...
Alemanha	5,5	5,6	6,3	5,6	5,4	6,7	6,7	...	...
França	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,8	-0,8	...	...
Itália	0,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,6	1,6	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,5	94,2	93,5	96,8	97,3	98,4	98,4

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	1,0	1,4	2,2	2,6	2,7	2,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,5	0,9	1,5	2,1	2,2	2,4	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	4,9	4,4	3,9	3,4	3,3	3,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,7	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	-2,5	1,2	3,6	5,3	5,1	5,6	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	10,5	6,0	2,3	-0,1	-1,0	-0,8	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,3	22,1	18,6	15,7	11,0	10,4	6,4	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,0	2,6	2,2	1,9	1,8	1,7	...

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.