

IM05

INFORMAÇÃO MENSAL
MAIO 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

O ouro: o ativo que mais brilha

Anatomia de uma depreciação: o dólar em tempos de incerteza da política económica

ECONOMIA INTERNACIONAL

Radiografia do abrandamento do investimento na UE

Índia: a roda do dharma no caminho do desenvolvimento

ECONOMIA ESPANHOLA

A estabilidade financeira das empresas espanholas reforça-se

ECONOMIA PORTUGUESA

Tarifas: um moderado vento de proa para Portugal

Imobiliário: valorização afasta-se do centro de Lisboa e Porto

Redução da sazonalidade no turismo português: algumas evidências

INFORMAÇÃO MENSAL

Maio 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 Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

David Martínez Turégano

e Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

9 de maio de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O ouro: o ativo que mais brilha*

11 *Anatomia de uma depreciação: o dólar em tempos de incerteza da política económica*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *Radiografia do abrandamento do investimento na UE*

18 *Índia: a roda do dharma no caminho do desenvolvimento*

23 ECONOMIA PORTUGUESA

25 *Tarifas: um moderado vento de proa para Portugal*

27 *Imobiliário: valorização afasta-se do centro de Lisboa e Porto*

29 *Redução da sazonalidade no turismo português: algumas evidências*

32 ECONOMIA ESPANHOLA

34 *A estabilidade financeira das empresas espanholas reforça-se*

Trimestre mais fraco, num contexto volátil

O mês de abril foi caracterizado por uma volatilidade muito elevada e alterações sucessivas de políticas e postura entre os EUA e os seus parceiros comerciais, com impactos potenciais significativos na economia e mercados financeiros globais e, conseqüentemente, nos nossos cenários. Em Portugal, além da acentuada (e muito instável) alteração de contexto, haverá ainda que contar com o comportamento inesperado da atividade nos primeiros 3 meses do ano, obrigando a revisão da expectativa de variação anual do PIB, pelo menos, em 2025. Este desempenho, apesar de não o considerarmos preocupante, recorda-nos que, apesar das melhorias estruturais, há ainda muito caminho pela frente por forma a termos uma economia mais resiliente.

O PIB registou um desempenho negativo nos primeiros 3 meses do ano. Segundo o INE na sua estimativa preliminar, o PIB recuou 0,5% e a taxa de crescimento homólogo passou de 2,8% no 4T para 1,6%. Importa salientar que, apesar da surpresa negativa, não consideramos este dado preocupante ou precursor de uma tendência mais negativa da atividade em Portugal. Efetivamente, parece-nos que deverá ser lido em conjunto com a força (também não antecipada nem correspondente nos restantes indicadores parcelares) revelada no 4T de 2024: quando a atividade sofreu um impulso positivo de 1,4% trimestral, muito acima da média histórica do seu comportamento. Os fatores que estiveram na origem da evolução no final do ano passado – forte aumento do consumo privado e queda das importações – e a sua respetiva correção (acima do que se esperava) deverão ter justificado a contração da atividade nos primeiros meses do ano. Mas só teremos confirmação desta leitura mais tarde, quando o INE divulgar o detalhe das contas nacionais.

Apesar de não concretizarmos novos cenários, reconhecemos o acentuado impacto mecânico desta nova informação que, só por si, deverá dar azo a revisões expressivas no comportamento do PIB em 2025 pelas diversas instituições que atualmente antecipam níveis de expansão de 2% ou superiores. Para além disto, haverá que ponderar múltiplos fatores, positivos e negativos, que decorrem da evolução do contexto internacional. Em primeiro lugar, o impacto da imposição de tarifas alfandegárias pelos EUA, que aparentemente terão estabilizado pelo menos até início de julho, tema ao qual dedicamos uma análise mais detalhada nesta mesma publicação. Depois o fator incerteza, designadamente ao nível das políticas económicas e comerciais, que aumentou expressivamente, contribuindo para o adiamento de consumos e investimento pelas famílias e também pelas empresas. Finalmente temos os impactos nos preços da energia – até agora favorável para as economias importadoras líquidas de combustíveis – e outras matérias-primas, nas taxas de juro – também aparentemente positivo dado favorecer o controlo da inflação na zona do euro – bem como eventuais alterações de perspectivas nos principais parceiros externos. E aqui também parece haver notícias positivas atendendo ao bom primeiro trimestre na zona do euro e aos impulsos favoráveis decorrentes de uma política orçamental, que se espera, mais acomodatória nos países da UEM bem como do esforço conjunto de investimento em defesa. Atendendo a todos estes fatores, no próximo mês apresentaremos de forma mais detalhada o nosso novo cenário.

Merece destaque, nesta publicação, a inclusão de duas análises adicionais no âmbito da economia portuguesa. Por um lado, um tema de focus sobre o setor do turismo e a demonstração de evidências de que há efetivamente alguma redução dos níveis de sazonalidade nas receitas. Recordamos que o aumento da atividade no setor (em termos de entradas ou receitas) nos períodos tradicionalmente tidos como épocas baixas ou moderadas (para além do prolongamento da estadia média), constitui uma das estratégias para manter uma tendência sustentável de crescimento deste setor sem com isso motivar pressão demográfica em algumas regiões ou o uso excessivo de recursos. E um tema adicional relativo ao comportamento do mercado imobiliário em Portugal, evidenciando como a exuberância de preços e volumes transacionados se tem vindo a afastar dos centros das áreas metropolitanas de Lisboa ou do Porto.

Paula Carvalho
Maio de 2025

Cronologia

ABRIL 2025

- 2 *Liberation Day*: Trump anuncia uma tarifa universal de 10% e tarifas «recíprocas» superiores a 57 países.
- 17 O BCE reduz as taxas de juro em 25 p. b. e mantém a taxa de *depo* em 2,25%.
- 28 Espanha e Portugal foram afetados por um apagão generalizado que causou graves perturbações em ambos os países.

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%.

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%.

Agenda

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).

JUNHO 2025

- 2 Portugal: emprego e desemprego (abril).
- 3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 3 Zona Euro: estimativa do IPC (maio).
- 5-6 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 17-18 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 20 Portugal: preços da produção industrial (maio).
- 23 Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: preços da habitação (1T).
- 24 Portugal: distribuição do PIB (1T).
- 25 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
- 26 Portugal: rácio de NPL (1T).
- 26-27 Conselho Europeu.
- 27 Espanha: estimativa do IPC (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 30 Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Portugal: estimativa do IPC (junho).

Depois da tempestade vem a bonança

Passados 100 dias depois de Donald Trump ter assumido a presidência dos Estados Unidos e cinco semanas depois do anúncio dos aumentos das tarifas, a economia e os mercados financeiros vivem uma sensação de calma tensa, aguardando o resultado das negociações entre os principais blocos comerciais. Nada foi definitivamente quebrado, mas a deterioração da confiança entre os intervenientes na economia, os investidores e até os aliados políticos tradicionais foi significativa. Na economia, como em tantos outros aspetos da vida, há danos que podem ser reparados e outros que são mais difíceis de reparar, sobretudo quando a certeza e a previsibilidade desaparecem. Para além da esperança que pode surgir de recuperações temporárias nos preços dos ativos financeiros, convém não esquecer que, hoje, a taxa alfandegária efetiva dos EUA se mantém nos 23% (3% antes do «Dia L»). Portanto, com a economia a entrar numa nova era, como o FMI observou na sua mais recente reunião semestral, o risco de mudanças no paradigma económico das últimas décadas continua na ordem do dia, impactando potencialmente variáveis económicas e financeiras, bem como questões tão importantes como o papel do dólar como moeda de reserva global.

Para já, os dados de crescimento do 1T, embora de pouca utilidade para extrapolar as tendências futuras, refletem que a economia global continuou a mostrar força e resiliência antes da tempestade, apesar da dificuldade de filtrar as distorções causadas pelas decisões antecipatórias dos agentes. Nos EUA, o aumento das importações antes de 2 de abril (+9% em relação ao trimestre anterior) levou a uma ligeira queda do PIB de janeiro a março (-0,1% em relação ao trimestre anterior), o que pode ser revertido no 2T, enquanto as surpresas positivas de crescimento na zona euro (0,4%), China (1,2%) e Taiwan (2,4%) refletem o outro lado da moeda nos fluxos comerciais. No geral, a economia global teria permanecido numa zona de aterragem ordenada de janeiro a março, crescendo cerca de 2,7% em comparação com 3,2% em 2024. Mas, a partir de agora, entrámos em território desconhecido, aguardando a intensidade do ajustamento no comércio nos meses intermédios do ano, bem como os efeitos da incerteza nas decisões dos consumidores e das empresas. Embora também seja verdade que a queda acentuada do preço do petróleo (-17%) e do gás natural (-30%) desde janeiro irá contraba-

lançar o ajustamento descendente no crescimento de um bom número de países. E a forte desvalorização do dólar alarga o grau de liberdade da política económica fora dos EUA para responder a novos choques, sobretudo nos países emergentes.

Portanto, o que já sabemos é que a desaceleração global será mais intensa do que pensávamos há alguns meses, que o risco de estagflação nos EUA não é negligenciável e que a assimetria na natureza do choque causado pela guerra tarifária (oferta nos EUA e procura no resto do mundo) levará a diferentes respostas de política económica em cada região, especialmente no lado monetário. Se o equilíbrio final for um cenário em que os acordos comerciais são alcançados e a tarifa média americana é reduzida para o intervalo de 10% a 15%, poderemos estar na hipótese central do FMI, com um crescimento global fraco (2,8%), mas evitando uma recessão global. Poderão também surgir cenários mais negativos, com uma deterioração significativa das relações comerciais, levando a uma desaceleração económica mais acentuada, a quedas nos mercados financeiros e a uma resposta mais contundente dos governos e dos bancos centrais para conter os riscos sistémicos. De qualquer modo, o principal será o resultado final das negociações entre a China e os EUA, pois afetará as cadeias de valor, os fluxos de poupança internacionais e obrigará outros países, especialmente as economias conectadas (Vietname, México, etc.), a otimizar as suas relações comerciais com ambas as potências económicas para defenderem as suas vantagens competitivas. Neste contexto, os indicadores para medir a temperatura das negociações e, se necessário, arrefecer as estratégias de negociação agressivas da administração americana serão a evolução do rendimento dos títulos americanos a 10 anos (com 5% como nível-chave) e o desempenho do dólar. Trump pode ganhar a maioria das batalhas, exceto nos mercados financeiros. Da mesma forma, o comportamento da inflação nos EUA também será fundamental, uma vez que as eleições intercalares estão a chegar. Muitos pólos de risco estão abertos a uma economia global que terá de continuar a lidar com riscos geopolíticos (com o conflito entre a Índia e o Paquistão como um novo pólo de incerteza) sentada sobre uma montanha de dívidas não desprezável (324 biliões de dólares ou 325% do PIB global).

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

Varição 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	3,5	3,3	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	0,8	1,4
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	4,7	4,3	4,1	4,1
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
Índia	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	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	4,1	4,3	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	6,6	5,7	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	8,0	7,7	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

Varição 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	1,4	-	-
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	0,4	0,3

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	2,8	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	2,9	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

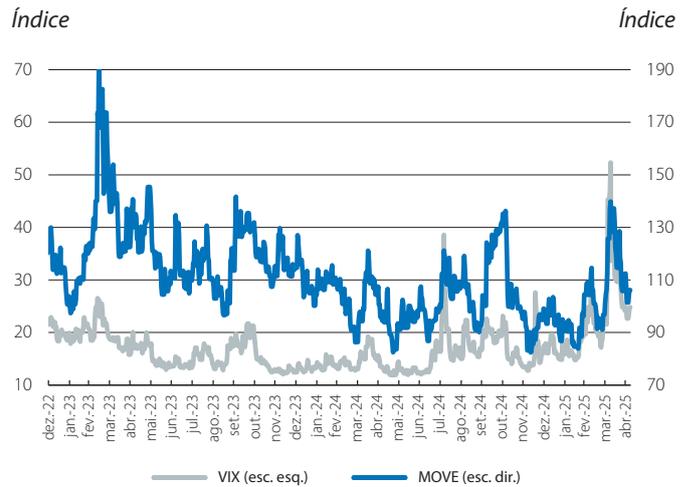
Mercados financeiros aceitam pausa nos tarifários

Na sequência de um pico de volatilidade no início de abril, a apetência pelo risco recupera. Com o anúncio de tarifas «recíprocas» pelo Presidente Trump, a 2 de abril, desencadeou-se um episódio de elevada volatilidade em que a incerteza e as preocupações com o crescimento global, especialmente nos EUA, dominaram a narrativa do mercado. Os mercados bolsistas mundiais acumularam perdas superiores a 10% em poucas sessões, o dólar desvalorizou-se e até os produtos de base, em especial os produtos energéticos e os metais industriais, foram afetados. Contudo, a pausa de 90 dias de Trump nas tarifas, juntamente com dados macroeconómicos que sugerem que a economia global não está a cair por agora, abrandou a volatilidade do mercado. Paralelamente, a apetência pelo risco recuperou e os mercados bolsistas recuperaram quase todo o terreno perdido. O dólar conseguiu estabilizar-se e as matérias-primas (exceto o petróleo) acumularam ganhos no mês. Em contrapartida, as rentabilidades soberanas, especialmente na extremidade curta da curva, prolongaram as descidas, uma vez que se continua a esperar que os bancos centrais avancem com a flexibilização monetária.

As estratégias dos bancos centrais divergem de forma mais acentuada. A Reserva Federal encontra-se numa posição vulnerável em que os seus dois mandatos (estabilidade dos preços e pleno emprego) estão sob pressão e, confrontada com um risco acrescido de estagflação devido às tarifas e à elevada incerteza no atual ambiente económico, decide fazer uma pausa até que haja maior clareza sobre o impacto das tarifas nos dados reais. Aquando da reunião do início de maio, manteve os *fed funds*, pela terceira vez consecutiva, no intervalo de 4,25%-4,50%. Pelo contrário, com os riscos claramente inclinados para um crescimento mais fraco, outros bancos centrais puderam continuar o processo de flexibilização monetária. Na sua reunião de abril, o BCE baixou as taxas de juro em 25 p. b. fixando a facilidade de depósito marginal em 2,25%, e preparou-se para responder com agilidade ao impacto das tarifas, deixando a porta aberta a futuras alterações sem qualquer compromisso. No início de maio, o Banco de Inglaterra também procedeu a uma redução de 25 p. b., levando a taxa diretora para 4,25%, e salientou os riscos das tarifas sobre a atividade. A médio prazo, as perspetivas do mercado apontam para que estes três bancos centrais reduzam as taxas pelo menos mais três vezes no resto do ano, mas a margem de manobra da Fed é muito menor e, cumulativamente, o BCE terá sido o que mais reduziu as taxas de juro neste ciclo.

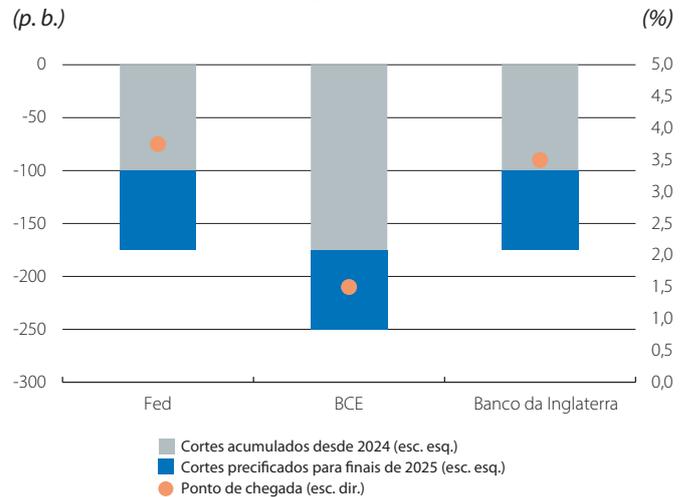
Taxas soberanas regressam aos níveis de março. Nos Estados Unidos, a reação inicial às tarifas foi uma recuperação generalizada das rentabilidades soberanas, que desde então se inverteu na extremidade curta da curva, devido às expeativas de que a Fed irá reduzir as taxas este ano. Em contrapartida, as tranches mais longas mantiveram-se mais elevadas, dadas as

Índices de volatilidade



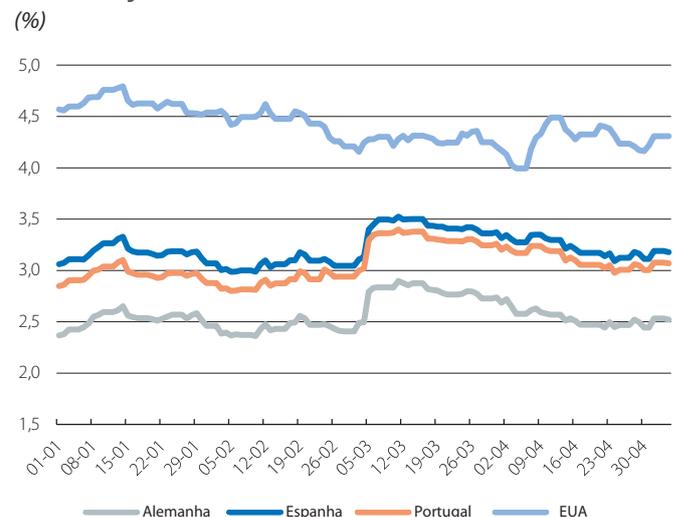
Nota: O índice VIX mede a volatilidade do S&P 500. O índice MOVE mede a volatilidade dos mercados obrigacionistas dos EUA.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expetativas de taxas de juro



Nota: Cortes previstos a partir das curvas de futuros do EFFR, OIS STR e OIS GBP.
Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Fed, do Banco de Inglaterra e da Bloomberg.

Taxas de juro soberanas a 10 anos



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

dúvidas crescentes sobre a força da atividade dos EUA e a potencial recessão fiscal. De facto, as curvas soberanas da Zona Euro, em todas as tranches, voltaram aos níveis do final de março, chegando mesmo a atingir níveis mais baixos, apagando todos os ganhos acumulados com o anúncio da expansão orçamental e das despesas com a defesa. Nas últimas semanas, a expectativa de um BCE acomodaticio tem sido o principal catalisador da recuperação das obrigações soberanas europeias.

Os mercados bolsistas recuperam terreno. Em termos globais, os principais índices conseguiram apagar as perdas do início do mês e já estão ao nível ou muito perto do nível do dia anterior ao anúncio das tarifas. O S&P 500 acumulou nove sessões consecutivas de ganhos no final de abril, a mais longa série em duas décadas, impulsionado por fortes dados sobre os funcionários e uma temporada de ganhos muito positiva para as empresas tecnológicas. Nos mercados bolsistas da Zona Euro, os mercados bolsistas alemão e espanhol lideraram os ganhos após dados de atividade melhores do que o esperado. O sentimento global também ganhou força com os anúncios da administração Trump sobre a vontade de negociar e o início de conversações com alguns parceiros.

O dólar estabiliza, mas continua fraco. Não obstante ser um tradicional refúgio de risco, o dólar desvalorizou-se fortemente (mais de 4%) em relação aos seus principais pares, na sequência da imposição das tarifas e de um pico de volatilidade nos mercados financeiros. E a fraqueza tem sido generalizada: tanto em relação aos pares desenvolvidos, como o euro, a libra esterlina e o iene, como em relação às moedas emergentes, como o peso mexicano. No entanto, o dólar parece ter atingido o seu ponto mais baixo por agora. O cruzamento do iene estabilizou em torno de 142 e 143 dólares por iene, o euro em 1,13 e a libra esterlina em 1,33. Analogamente, em relação ao peso mexicano, o dólar tem sido negociado em torno de 19,6 dólares por peso nas últimas duas semanas.

Os preços da energia são prejudicados pela incerteza mundial. Os produtos de base têm-se centrado sobretudo na energia. Os preços do petróleo bruto Brent sofreram uma queda acumulada de mais de 15% durante o mês de abril, atingindo níveis próximos dos 60 dólares/barril, um mínimo de quatro anos. Primeiramente, devido às expectativas de um crescimento mais lento da atividade mundial, o que constituiria um grande entrave à procura de crude. Depois, porque a OPEP e os seus aliados anunciaram um aumento da produção de 411.000 barris por dia a partir de junho. Seguiu-se um anúncio da Arábia Saudita que ameaçava os outros membros da organização de aumentar ainda mais a produção se não cumprissem as suas quotas. Em contrapartida, o desempenho do ouro, que, enquanto ativo de refúgio, acumulou ganhos superiores a 25% este ano, tem sido notável (ver Focus «O ouro: o ativo que mais brilha» neste mesmo Relatório mensal).

Desempenho de índices bolsistas

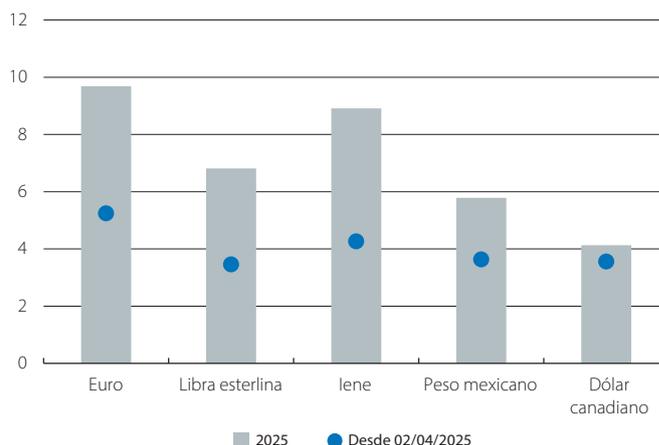
Índice (100 = 01/04/2025)



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

Desempenho da moeda em relação ao dólar

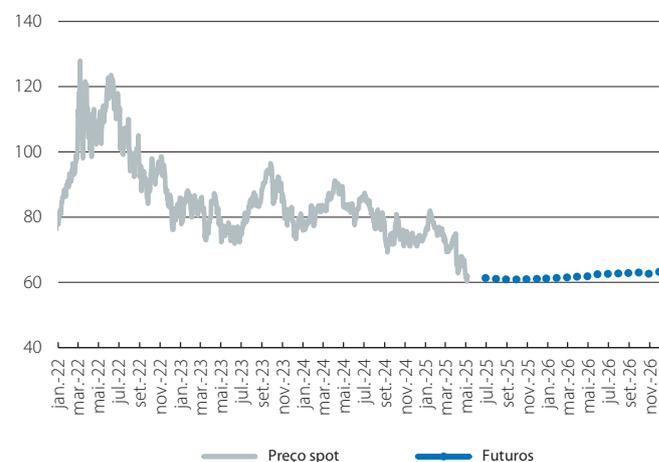
(%)



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

Preços do petróleo Brent

(Dólar/barril)



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

O ouro: o ativo que mais brilha

O ano de 2024 foi um ano recorde para o ouro. As taxas de juro mais baixas dos EUA e as tensões geopolíticas encorajaram os bancos centrais, especialmente os das economias emergentes, e os investidores a intensificar a procura de ouro no segundo semestre do ano. Esta preferência pela segurança, ou menor risco, do ouro ajudou o preço do ouro a acumular um aumento de 27% no ano. Por enquanto, nos primeiros quatro meses de 2025, a maior parte da dinâmica que alimentou esse rali manteve-se, como as expectativas de novos cortes nas taxas por parte da Fed, ou intensificou-se, como os riscos geopolíticos associados à política tarifária de Donald Trump. Por conseguinte, a procura total de ouro continuou a crescer,¹ impulsionada em grande medida pelo aumento do investimento em ouro (em ETF,² metais preciosos e moedas), o que permitiu que o preço atingisse 3.500 USD por onça.³

Quais são os fatores que estão na origem deste boom do ouro?

Mas antes de abordar as causas do atual aumento do preço do ouro, vale a pena identificar os fatores teóricos que determinam o preço do ouro. No que respeita à procura, a longo prazo, a riqueza e o rendimento disponível desempenham um papel fundamental: as instituições e os particulares investem em ouro e os consumidores gastam parte do seu rendimento e património em joias e tecnologias que incorporam ouro. Quanto à oferta, aspetos como a produção das minas e a reciclagem do ouro, a disponibilidade de reservas naturais e fatores ambientais também influenciam os preços.

Os aspetos de curto prazo são, no entanto, os mais importantes na determinação da rentabilidade, ou do preço, do ouro. Estes incluem fatores macrofinanceiros como as taxas de câmbio, os valores relativos dos ativos e o nível de aversão ao risco nos mercados financeiros, que introduzem maior volatilidade do que os seus determinantes a longo prazo. O primeiro é o chamado custo de oportunidade da moeda: o preço do ouro é expresso em dólares e, quando o dólar enfraquece, o ouro torna-se mais acessível para os detentores de outras moedas (ver o primeiro gráfico). O segundo fator é o custo de oportunidade das taxas de juro: A presença do ouro nas carteiras de investimento deve-se em parte à sua rentabilidade esperada em relação a outros ativos de refúgio, como as obrigações do Tesouro dos EUA. O rendimento das taxas de juro deste último, e em particular dos *treasuries* a 10 anos, está estreitamente e inversamente correlacionado com o preço do ouro. E o terceiro elemento está ligado à consideração do ouro como um ativo de refúgio pelos investidores financeiros. Consequentemente, a sua procura aumenta acentuadamente

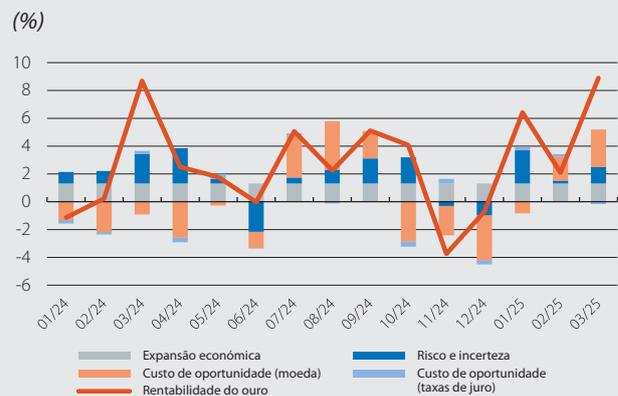
1. Consoante os dados do World Gold Council (WGC), a procura total de ouro no 1T 2025 cresceu 40% em comparação com o 1T 2024.
 2. Os ETF de ouro (*Exchange Traded Funds*) são fundos transacionados em bolsa que acompanham o preço do ouro e permitem aos investidores ganhar exposição ao ouro sem terem de comprar ou armazenar ouro físico.
 3. Na sessão de 21 de abril de 2025.

Preço do ouro e do dólar



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

Principais fatores determinantes da rentabilidade do ouro



Nota: Dados em 31 de março de 2025. Modelo de regressão múltipla dos retornos do ouro, com base em quatro categorias de fatores de retorno do ouro. Os resultados baseiam-se na análise de dados entre junho de 2019 e outubro de 2024.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do World Gold Council.

em períodos de maior perceção de risco do mercado relativamente ao crescimento económico e à geopolítica.

Contextualizando estes aspetos, podemos constatar como estas alavancas apoiaram certamente o aumento da procura de ouro e, com isso, o preço. Com a chegada de Donald Trump à Casa Branca, com a imposição de tarifas e uma política económica errática e imprevisível, aumentaram os receios de uma possível recessão económica nos EUA, o que se refletiu num enfraquecimento do dólar, e alimentou os receios geopolíticos existentes, desencadeando uma agitação nos mercados financeiros. O aumento da volatilidade e da aversão ao risco num ambiente tão incerto levou muitos investidores institucionais e individuais a diversificarem as suas carteiras para um ativo de refúgio como o ouro, fazendo subir o preço do ouro e atraindo novos fluxos de investimento, tal como refletido no modelo de atribuição de rentabilidade do ouro do World Gold Council (WGC)⁴ (ver segundo gráfico).

4. Ver Gold Return Attribution Model | World Gold Council.

Investir em ouro, um clássico que está a ganhar popularidade

Por séculos, o ouro foi considerado um ativo seguro em tempos de incerteza política e económica, oferecendo uma sensação de segurança ao seu detentor como um bem de elevado valor que pode ser facilmente transportado. No entanto, os investidores de hoje dão prioridade à liquidez e à estabilidade deste ativo em detrimento da sua utilidade inerente.

A procura de ouro como ativo de investimento atingiu 90.600 milhões de USD em 2024, o nível histórico mais elevado, apenas ultrapassado em 2020, quando a crise económica da COVID-19 desencadeou o investimento em ativos de refúgio, e o investimento atingiu 102.000 milhões de USD. Os dados relativos ao investimento em ouro para o 1T 2025 sugerem que a tendência se terá mantido em alta, não só em termos monetários mas também em termos físicos,⁵ com o volume da procura no seu nível mais elevado desde o início da guerra na Ucrânia em 2022. Neste domínio, para além da força da procura física de ouro, sobretudo em barras de ouro, tem-se registado um aumento do investimento através de ETFs de ouro. Os fluxos de investimento em ETFs mantiveram-se positivos durante 10 meses no último ano e, de acordo com os dados do WGC, ascenderam a 20.800 milhões de dólares entre janeiro e março. Um aumento que teria sido alimentado pela própria atratividade dos preços do ouro em alta, bem como pelos receios de recessão nos EUA e pela volatilidade do mercado bolsista, e pela expectativa dos investidores de possíveis cortes nas taxas de juro por parte da Fed e do BCE.

O papel dos bancos centrais

A importância do ouro nas reservas internacionais dos bancos centrais deve-se ao seu papel como reserva de valor a longo prazo, como alternativa às principais moedas, e que não implica risco de crédito. Por este motivo, desde 2010, os bancos centrais aumentaram as suas posições em ouro e são compradores líquidos. No entanto, o ritmo das aquisições duplicou desde a incursão da Rússia na Ucrânia, sobretudo por parte das economias emergentes. Durante os últimos trimestres, a maior procura de ouro terá vindo dos bancos centrais da Polónia, da China, do Cazaquistão, da República Checa e da Índia. Assim, o mercado está a acompanhar com alguma apreensão as compras do banco central chinês (PBoC). Estima-se que, no início de 2025, as reservas internacionais da autoridade monetária chinesa ascendiam a cerca de 3 biliões de dólares, dos quais 5,9% eram ouro. Se colocarmos esta percentagem em perspetiva, e para compreendermos a relevância das ações do PBoC, se o PBoC decidisse aumentar esta proporção para, digamos, o nível das detenções do banco central da Índia (9%), o montante adicional que teria de exigir seria de cerca de 15.000 toneladas de ouro, aproximadamente 30% da procura mundial de ouro em 2023.

Em suma, a atual incerteza que domina a cena económica e política mundial parece ser um incentivo para que a procura de ouro se mantenha robusta. Não obstante, mudanças importantes na geopolítica internacional, como o fim da guerra entre a Rússia e a Ucrânia ou uma maior clareza na política comercial dos EUA, poderão levar a um abrandamento da pressão de compra dos investidores sobre o ouro.

5. No 1T 2025, a procura de ouro para investimento ascendeu a 552 toneladas, 170% mais elevada do que no 1T 2024.

Anatomia de uma depreciação: o dólar em tempos de incerteza da política económica

A recente desvalorização do dólar, num contexto de aversão ao risco nos mercados financeiros, suscitou preocupações nos investidores por duas razões principais. A primeira assenta num artigo publicado após as eleições presidenciais de novembro por um dos principais conselheiros económicos de Trump, que defende a aplicação de medidas de desvalorização do dólar. A segunda foi o anúncio, a 2 de abril, das tarifas – incorretamente designadas – «recíprocas», que introduziram um grau de protecionismo comercial superior ao esperado, intensificando o escrutínio dos investidores sobre a agenda de reformas da nova administração. Por estas razões, o comportamento involgar da moeda em abril é visto como uma indicação de que o mercado está a avaliar o risco associado a políticas económicas pouco ortodoxas nos EUA, que podem afetar o papel do dólar como moeda de reserva. Esta visão é bem fundamentada? Aparentemente, pelo menos para já e apesar da desvalorização acumulada ao longo do ano, não se pode dizer que o dólar esteja a assistir a uma alteração significativa do seu papel central no sistema monetário internacional.

Reflexões controversas sobre a política económica...

O atual presidente do Conselho de Conselheiros Económicos da Casa Branca, Stephen Miran, publicou um relatório no final de novembro (antes da sua nomeação) em que explorava as formas como os EUA poderiam alcançar vários objetivos de política económica da plataforma de campanha de Trump.¹ Miran propôs diferentes formas de o fazer em simultâneo: reduzir o custo do serviço da dívida e aumentar as receitas do Tesouro dos EUA, envolver os aliados do país nas despesas de defesa e melhorar a competitividade dos preços da indústria dos EUA para restaurar a capacidade produtiva e os funcionários.

Para atingir todos estes objetivos, propôs, entre outras medidas: tarifas mais elevadas, uma desvalorização do dólar, ou mesmo uma taxa sobre os rendimentos das obrigações do Tesouro detidas pelo setor público do resto do mundo. No decorrer do relatório, Miran delineou formas de implementar estas medidas simultaneamente ou em alternativa, tanto a nível multilateral (em concertação com países terceiros) como, em última análise, a nível unilateral por parte dos EUA.

O impacto potencial destas medidas colocou os investidores em alerta. Por conseguinte, a recente depreciação do dólar² num contexto de aversão ao risco do mercado,

1. A User's Guide to Restructuring the Global Trading System (novembro de 2024).

2. Em termos de taxa de câmbio efetiva nominal, desvalorizou-se em mais de 8% ao longo do ano e em mais de 4% desde o anúncio das tarifas «recíprocas» em 2 de abril.

Taxa de câmbio efetiva nominal do dólar Índice



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

quando a moeda desempenha normalmente um papel de refúgio e tende a valorizar-se, suscitou dúvidas quanto ao facto de o mercado já estar a avaliar o risco das medidas menos ortodoxas - e mais abrangentes - que Miran explorou no seu relatório.

... e um dólar que regressa ao nível assinalado pelo diferencial de taxas de juro

A análise sugere, no entanto, que estes fatores, embora ainda no radar dos investidores, provaram ser transitórios e a moeda regressou a níveis que assinalam a sua relação histórica com outros ativos e variáveis financeiras. Tal parece ser sugerido pela correlação histórica entre a taxa de câmbio efetiva nominal do dólar e o diferencial entre as taxas de juro reais nos EUA³ e as dos seus principais parceiros comerciais.⁴ De facto, a taxa de câmbio efetiva nominal do dólar situa-se atualmente onde esta correlação *re vê*⁵ (o nível observado quase não se afasta do esperado), um nível em que parece ter encontrado uma certa estabilidade (ver o primeiro gráfico).

O poder explicativo das taxas reais sobre a taxa de câmbio tem flutuado nos últimos meses. Concretamente, diminuiu entre outubro passado e janeiro deste ano. Quando a Reserva Federal iniciou o seu ciclo de redução das taxas de juro em setembro de 2024, a narrativa dominante no mer-

3. Medido como a diferença entre as taxas de *swap* intradiárias (OIS) e as taxas de *swap* de inflação.

4. Estes são, ponderados pelo índice DXY (a referência habitual para a taxa de câmbio efetiva nominal intradiária): o euro, o iene, a libra esterlina, o dólar canadiano e a coroa sueca.

5. Primeiramente, obtém-se o movimento conjunto das taxas reais nestas moedas menos as taxas reais em dólares (ou seja, os dois primeiros fatores de uma análise de componentes principais) e, em seguida, regressou-se para o índice DXY.

cado era a de uma aterragem gradual da economia dos EUA, graças aos bons dados sobre o emprego e aos preços que pareciam estar a regressar aos 2%. Mais tarde, a vitória de Trump deu novo fôlego a esta narrativa de crescimento económico excepcional dos EUA.

Assim, o diferencial de taxas alargou-se, sinalizando um dólar mais apreciado e, embora a moeda tenha registado um movimento no mesmo sentido, este foi de maior intensidade. Esta dissociação deveu-se provavelmente ao facto de os investidores interpretarem o pacote político de Trump (tarifas, restrições à imigração, cortes fiscais) como sendo particularmente favorável ao dólar.

Só em janeiro, quando o sentimento dos investidores em relação às políticas de Trump se alterou e se iniciou a tendência de depreciação que conduziu o dólar aos níveis de hoje, é que o diferencial de taxa real entre o dólar e os seus principais pares recuperou o seu forte poder explicativo dos movimentos cambiais.

Portanto, de acordo com esta análise, o movimento de vai-e-vem do dólar nos últimos oito meses estaria mais relacionado com uma mudança na narrativa sobre o impacto de Trump no potencial de crescimento económico dos EUA nos próximos trimestres do que com as propostas do já referido Stephen Miran. O facto de a valorização do dólar ter começado em outubro, antes do relatório de Miran, e na direção oposta à que ele defendia, é mais uma prova de que o movimento de vaivém do dólar desde então (o índice DXY está menos de 1% abaixo do seu nível de 30 de setembro) tem sido impulsionado principalmente por outras forças e narrativas. Por outras palavras: o que teríamos visto desde setembro teria sido a ascensão e a queda de uma narrativa de mercado muito favorável aos ativos dos EUA (a que alguns chamaram *Trump Trade*).

Numa versão particular e simplificada desta análise, centrada apenas na evolução face ao euro, a conclusão é semelhante: a valorização do dólar desde outubro de 2024 separou-o do previsto pelo diferencial de taxas reais entre os EUA e a Zona Euro, um nível para o qual voltou desde então, embora com particular rapidez nos últimos dois meses, na sequência do anúncio de um aumento da despesa pública na Alemanha e do chamado *Liberation Day* de Trump, a 2 de abril (ver segundo gráfico).

Os pontos fortes estruturais continuam a ser à prova de Trump

Feitas as contas, parece claro que, embora a narrativa do mercado tenha mudado e a sensibilidade dos investidores a quaisquer novas políticas «pouco ortodoxas» da admi-

Taxa de câmbio EURUSD

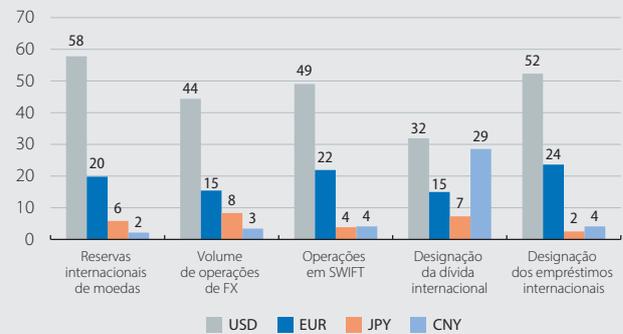
Dólares por euro



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

Utilização de moedas por instrumento ou conceito

(% do total em cada caso)



Nota: Reservas internacionais, dados do FMI (a partir do 4T 2024); Dados do BPI sobre as operações cambiais (2022); dados de operações SWIFT em SWIFT (março de 2025); e dados da Bloomberg sobre a denominação da dívida e os empréstimos (abril de 2025).
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

nistração Trump tenha disparado na sequência das tarifas recíprocas, o dólar deveria ter sido negociado ainda mais alto se uma mudança estrutural no papel do dólar no sistema financeiro internacional a curto prazo fosse um cenário com uma probabilidade significativa.

De momento, as forças estruturais do dólar mantêm-se, embora a mera sugestão de alterar o valor do ativo central do sistema financeiro internacional tenha causado arrepios no mercado; o seu carácter nuclear permanece intacto, pelo menos enquanto essas sugestões não se concretizarem. Como se pode ver no terceiro gráfico, o dólar continua a ser a moeda de reserva internacional, a moeda mais transacionada nos mercados cambiais, a moeda em que são expressos a maioria dos pagamentos globais e a moeda em que é emitida a maior parte da dívida. Para alterar esta situação, serão necessárias mais do que algumas reflexões sobre possíveis reformas.

Taxas de juro (%)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,40	2,65	-25	-75,0	-210,0
Euribor 3 meses	2,16	2,34	-18	-55,8	-163,2
Euribor 12 meses	2,05	2,31	-26	-41,1	-160,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,75	2,01	-26	-49,2	-156,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,69	2,05	-36	-39,6	-94,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,44	2,74	-29	7,7	12,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,11	3,37	-26	5,2	-12,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,00	3,26	-26	15,5	-12,5
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,27	4,29	-2	-3,9	-104,8
Dívida pública a 1 ano	3,85	4,02	-17	-29,3	-95,7
Dívida pública a 2 anos	3,60	3,88	-28	-63,9	-82,6
Dívida pública a 10 anos	4,16	4,21	-4	-40,7	4,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	68	64	4	10,7	8,5
Itraxx Financeiro Sénior	73	69	4	9,4	1,8
Itraxx Financeiro Subordinado	129	120	8	16,4	-3,2

Taxas de câmbio

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,133	1,082	4,7	9,4	5,2
EUR/JPY (ienes por euro)	162,010	162,210	-0,1	-0,5	1,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,850	0,837	1,5	2,7	-0,4
USD/JPY (ienes por dólar)	143,070	149,960	-4,6	-9,0	-3,4

Matérias-primas

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	547,6	547,1	0,1	2,1	5,9
Brent (\$/barril)	63,1	74,7	-15,5	-15,4	-20,3
Ouro (\$/onça)	3.288,7	3.123,6	5,3	25,3	61,6

Mercado acionista

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.569,1	5.611,9	-0,8	-5,3	11,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.160,2	5.248,4	-1,7	5,4	10,3
Ibex 35 (Espanha)	13.287,8	13.135,4	1,2	14,6	34,4
PSI 20 (Portugal)	6.992,3	6.865,6	1,8	9,6	13,1
Nikkei 225 (Japão)	36.045,4	35.617,6	1,2	-9,6	-0,2
MSCI emergentes	1.112,8	1.101,4	1,0	3,5	11,0

A economia global com sintomas de «tariffite»

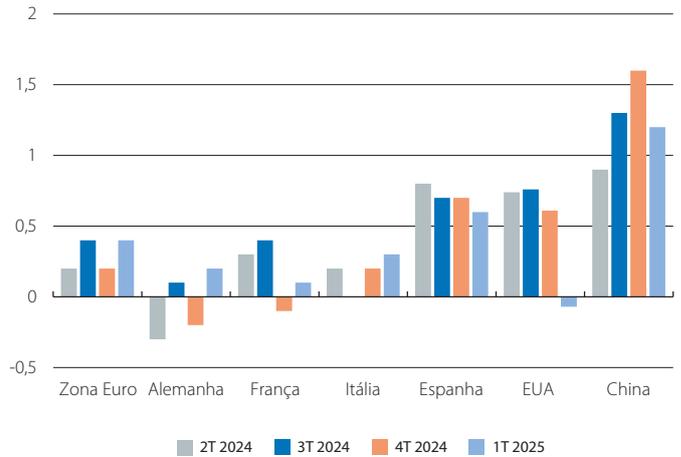
Com o 1T no retrovisor, os dados do PIB dos EUA mostram contrastes entre a procura interna robusta e os fluxos comerciais em antecipação. Com base na primeira estimativa, no 1T de 2025, a economia dos EUA registou uma contração de 0,1% em cadeia (o primeiro declínio desde 2022) e a variação homóloga moderou-se em 5 décimas de ponto percentual para 2,0%. No entanto, o impacto das políticas de Trump já começa a ser visível. Esta contração deveu-se principalmente a uma recuperação das importações (+9,0% em cadeia), em antecipação do já famoso *Liberation Day*, enquanto as despesas públicas caíram (-0,4%). Do lado positivo, a procura interna continuou a crescer a um bom ritmo: o investimento cresceu 1,9% em cadeia, com uma aceleração particularmente acentuada nos bens de equipamento, e o consumo privado mantém-se dinâmico (0,4% vs. 1% anteriormente) num contexto de um mercado de trabalho forte.

A Zona Euro acelera no 1T, mas o combustível pode esgotar-se em breve. O PIB da Zona Euro cresceu 0,4w% em cadeia no 1T 2025 (vs. 0,2% no trimestre anterior), elevando a taxa de crescimento homóloga para 1,2%. Enquanto as importações têm sido um obstáculo para os EUA, os últimos dados sugerem que as exportações têm sido um incentivo para o lado de cá do Atlântico. Com exceção da Espanha (ver a Conjuntura Económica Espanhola neste relatório), todas as principais economias aceleraram o seu crescimento neste trimestre, em particular a Alemanha (0,2% em cadeia vs. -0,2% anteriormente); A França registou um crescimento de 0,1% (vs. -0,1% anteriormente) e a Itália de 0,3% (vs. 0,2% anteriormente). Na China, o PIB cresceu 1,2% em cadeia no 1T (vs. 1,6% no 4T) e a taxa homóloga manteve-se em 5,4%. A despeito do abrandamento, o ritmo de crescimento tem sido robusto, num trimestre em que as exportações aceleraram e o apoio da política orçamental ajudou o consumo privado a expandir-se.

As tarifas, e os seus derivados, vão começar a fazer-se sentir. Devido à sua coreografia e magnitude, o aumento das tarifas ordenado pela administração dos EUA continuará a ter implicações económicas globais, bem como efeitos colaterais nos mercados financeiros e no sentimento. De um lado, apesar de suspender a sua parte «recíproca» durante 90 dias, a Casa Branca mantém o limite mínimo universal de 10% e as tarifas setoriais. Por outro, a intensificação do protecionismo com a China parece não ter tréguas à vista. O aumento da incerteza, por seu lado, para além da turbulência nos mercados financeiros (ver Conjuntura do Mercado neste relatório), começou a afetar a confiança dos agentes. Nos EUA, embora a atividade continue a manter-se, o sentimento económico continua a deteriorar-se. O PMI composto dos EUA diminuiu em abril, com os serviços a caírem acentuadamente, enquanto o setor da indústria transformadora estabilizou. É de salientar a deterioração das subcomponentes das expectativas, especialmente do lado dos serviços, que atingiram o seu nível mais baixo desde o final de 2022. Quanto à confiança dos consumidores, o índice do Conference Board atingiu o seu valor mais baixo desde 2020 e o índice análogo da OCDE mostra uma tendência descendente desde finais de 2024.

Global: PIB

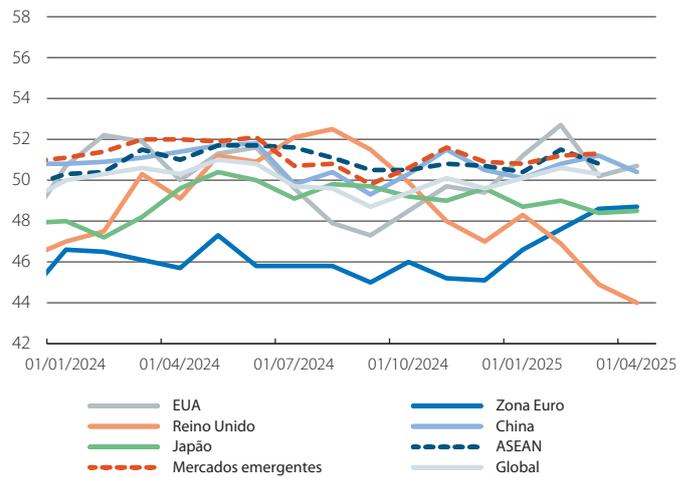
Crescimento em cadeia (%)



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

PMI da indústria transformadora

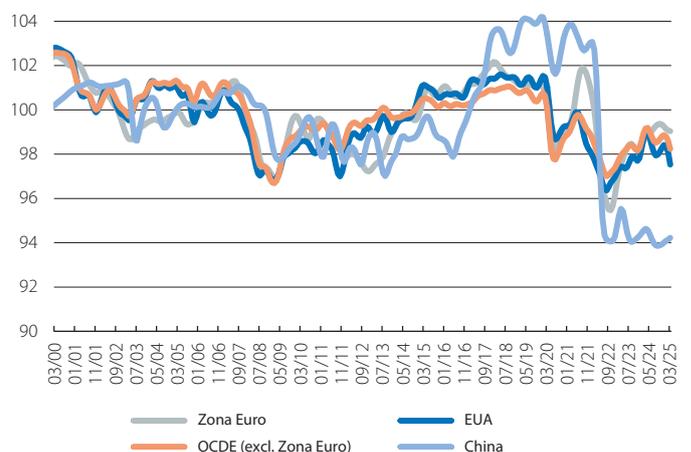
Índice



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

Confiança dos consumidores

Índice



Nota: São utilizadas médias de três meses.

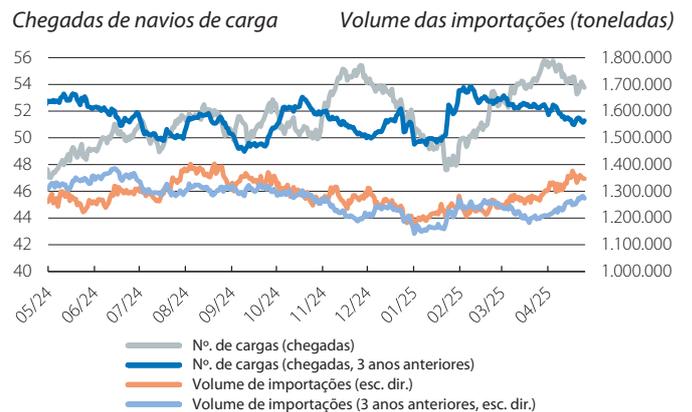
Fonte: BPI Research, com base em dados da OCDE.

As economias europeia e chinesa também arrefeceram à medida que entramos no 2T. O PMI composto da Zona Euro caiu em abril para 50,1 (vs. 50,9 anteriormente), uma queda também explicada pela deterioração da componente de serviços, embora o indicador composto tenha conseguido manter-se acima do limiar de 50 pontos pelo quarto mês consecutivo. Do lado positivo, a economia alemã mostra sinais consistentes de melhoria no início do ano: o desempenho do índice Ifo de clima industrial em abril consolidou o aumento registado no mês anterior (+0,2 pontos para 86,9). A China registou um PMI oficial da indústria transformadora de 49,0 (vs. 50,5 em março), o que representa uma forte descida mensal e coloca o indicador no seu nível mais baixo desde finais de 2023. O declínio no PMI da indústria transformadora do Caixin foi mais moderado (de 51,2 em março para 50,4 em abril), mas ambos indicam um abrandamento acentuado no setor da indústria transformadora, com declínios particularmente visíveis nas subcomponentes dos novos pedidos.

Não há sinais sólidos de um «abrandamento» dos fluxos comerciais por enquanto. Na sequência do anúncio de tarifas «recíprocas» por parte da administração norte-americana, os dias caóticos que se seguiram fizeram temer uma grave turbulência nos fluxos comerciais. Apesar de ser provável que se observe uma redução significativa dos fluxos de mercadorias nos próximos meses, em especial no eixo EUA-China, o impacto é ainda limitado. Efetivamente, entre o final de janeiro e o início de abril, registou-se um pico nas chegadas de navios de carga e nos volumes de importação nos principais portos dos Estados Unidos, uma clara antecipação dos importadores norte-americanos aos anúncios das tarifas. Em contrapartida, existem flutuações nas taxas de frete. O preço do envio de um contentor da cidade de Ho Chi Minh (Vietname) para Los Angeles (o maior porto dos EUA e o maior ponto de entrada de mercadorias provenientes da Ásia) aumentou 60% desde o início de abril, enquanto o preço de Xangai, após uma breve subida, se manteve a um nível próximo do observado até março.

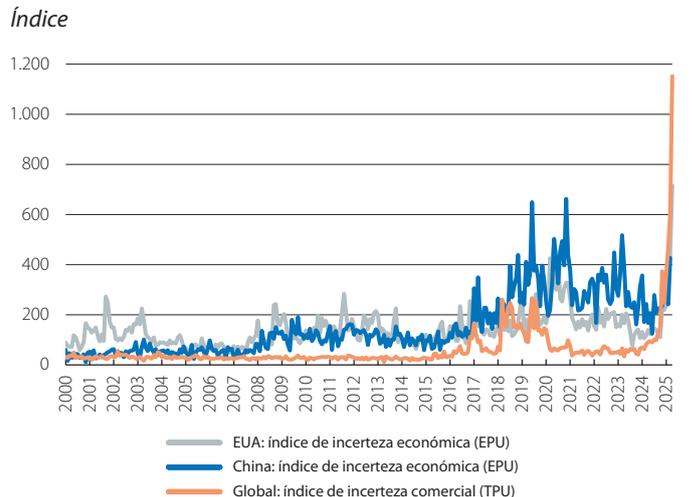
Com a incerteza a um nível sem precedentes, a economia mundial entrará num período de abrandamento, com mais riscos de queda e mais dúvidas do que certezas. No seu relatório de previsões da primavera, o FMI observou que as tarifas constituem um choque de oferta para o país que as aplica e um choque de procura para o país que as suporta. Em resultado, o impacto é claramente negativo no crescimento global, embora do lado da inflação as forças atuem em direções opostas. Neste sentido, o FMI reviu a sua previsão de crescimento para os EUA para 1,8% em 2025 e 1,7% em 2026 (-0,9 p. p. e -0,4 p. p., respetivamente, face à previsão anterior), enquanto para a Zona Euro o ajustamento foi mais modesto, para 0,8% em 2025 e 1,2% em 2026 (-0,2 p. p. face à previsão anterior). O crescimento da China seria de 4,0% (-0,6 p. p. e -0,5 p. p.). O FMI reviu também em alta a sua previsão para a inflação global em 2025 e 2026, para 4,3% e 3,6% (+0,1 p. p.), respetivamente. Em 2025, as previsões apontam para uma inflação de 3,0% nos EUA (vs. 1,9% anteriormente), 2,1% na Zona Euro (vs. 2,0% anteriormente) e 0,0% na China (vs. 1,7% anteriormente). Note-se, além disso, que as tarifas podem ter um impacto negativo no crescimento também a médio prazo, ao reduzirem a inovação e a concorrência. Com perspetivas de crescimento mais baixas e o aumento dos custos de financiamento e das despesas públicas com a defesa, o FMI prevê que a dívida pública possa ultrapassar 100% do PIB até ao final da década.

EUA: chegadas de mercadorias aos principais portos*



Notas: * Média de 30 dias. O tráfego de mercadorias (em número de cargas diárias e de chegadas de navios de carga) dos 10 principais portos dos EUA é resumido, de acordo com o IMF Port Watch: Los Angeles-Long Beach, Nova Iorque-Nova Jersey, Houston, Nova Orleães, Savannah, Louisiana do Sul, Charleston, Mobile, Baltimore, Marcus Hook. Em conjunto, estes portos são responsáveis por 60% das importações dos EUA por via marítima.
Fonte: BPI Research, com base em dados do IMF Port Watch.

Global: incerteza económica e comercial



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Economic Policy Uncertainty Index (descarregado de <https://www.policyuncertainty.com/index.html> em 02/05/2025).

FMI: previsões de crescimento do PIB

Variação anual (%)

	Previsão			Δ WEO janeiro (p. p.)	
	2024	2025	2026	2025	2026
PIB Mundial	3,3	2,8	3,0	-0,5	-0,3
Economias avançadas	1,8	1,4	1,5	-0,5	-0,3
EUA	2,8	1,8	1,7	-0,9	-0,4
Zona Euro	0,9	0,8	1,2	-0,2	-0,2
Alemanha	-0,2	0,0	0,9	-0,3	-0,2
França	1,1	0,6	1,0	-0,2	-0,1
Itália	0,7	0,4	0,8	-0,3	-0,1
Espanha	3,2	2,5	1,8	0,2	0,0
Economias emergentes e em desenvolvimento	4,3	3,7	3,9	-0,5	-0,4
China	5,0	4,0	4,0	-0,6	-0,5
Índia	6,5	6,2	6,3	-0,3	-0,2
Brasil	3,4	2,0	2,0	-0,2	-0,2
México	1,5	-0,3	1,4	-1,7	-0,6
Comércio mundial	3,8	1,7	2,5	-1,5	-0,8
Inflação mundial	5,7	4,3	3,6	0,1	0,1

Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (World Economic Outlook, abril de 2025).

Radiografia do abrandamento do investimento na UE

A agenda para aumentar as despesas com a defesa, a mudança na orientação fiscal da Alemanha e uma suposta maior comunhão no seio da UE face aos desafios geopolíticos trouxeram alguns sinais verdes às perspetivas de crescimento da economia europeia. Os desafios que se colocam à concretização deste cenário não são, no entanto, menores, sobretudo no atual contexto internacional. A sorte depende, em grande parte, da criação de condições e da confiança para promover projetos de investimento que criem as bases produtivas para o médio prazo, algo que não foi conseguido na fase de recuperação pós-pandemia. De facto, o setor empresarial tornou-se mais relutante em investir, em acumular poupanças ou em reduzir dívidas, na expectativa de maiores certezas e de melhores condições de concorrência no mercado único.

Crescimento (mais baixo) sem investimento

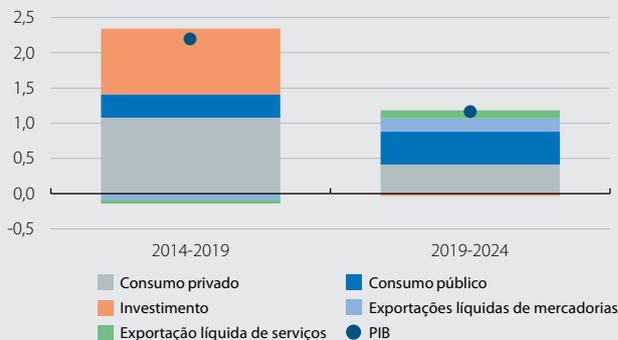
Nos últimos anos, a expansão da atividade económica na UE não só foi atenuada pela sucessão de choques intensos de natureza diferente (COVID-19 e guerra na Ucrânia), como também alterou a sua composição, com um maior papel do consumo público, em parte impulsionado pelos fundos do NGEU,¹ e do setor externo (ver o primeiro gráfico). Já a procura interna privada mantém um perfil baixo, com um abrandamento notório do consumo privado face aos anos anteriores à pandemia, apesar do dinamismo do mercado de trabalho, e em particular no caso do investimento, que em 2024 ainda apresentava um volume de atividade semelhante ao de 2019.

Em termos de tipo de ativo, o investimento tem sido particularmente fraco em máquinas, equipamentos e intangíveis (ver segundo gráfico), com um impacto negativo persistente da COVID-19 num ambiente de maior incerteza e menores perspetivas de crescimento para a expansão da capacidade das empresas europeias.² As despesas de capital em construção tiveram um desempenho mais positivo, apoiadas no seu segmento não residencial pelo aumento do investimento público, e na habitação, nos primeiros anos após a pandemia, pela combinação de poupanças acumuladas, condições de financiamento favoráveis e programas de apoio à reabilitação, sendo o mais emblemático o «Superbonus» em Itália, onde o investimento em habitação quase duplicou em relação a 2019.³

1. Ver o dossier «A capacidade de transformação do NGEU e de outros planos de estímulo fiscal» no IM03/2025.
 2. Andersson, M., Jarvis, V. e Soudan, M. (2025), «Business investment: why is the euro area lagging behind the United States?», Boletim Económico do BCE.
 3. Battistini, N. et al. (2021). «The euro area housing market during the COVID-19 pandemic», Boletim Económico do BCE.

Composição do crescimento médio anual do PIB na UE-27

(p. p.)

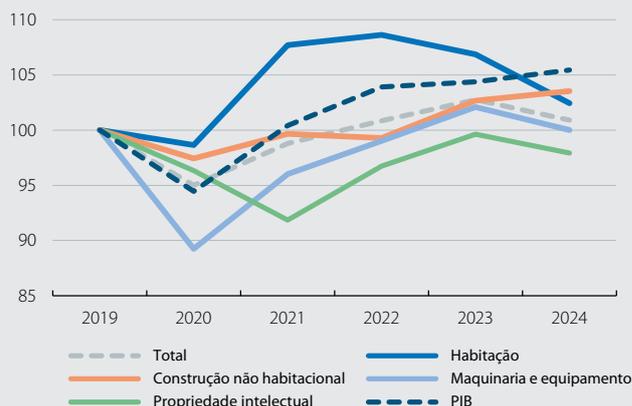


Nota: Com base em dados reais a preços constantes de 2020, o investimento inclui a formação bruta de capital fixo e a variação de existências.

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

Investimentos na UE-27 por tipo de ativo

Índice (100 = 2019)



Nota: Formação bruta de capital fixo. Dados reais a preços constantes de 2020.

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

A indústria transformadora e a tecnologia lideram a menor apetência das empresas europeias pelo investimento

A taxa de investimento a nível da UE – medida como o rácio da formação bruta de capital fixo em relação ao PIB em termos nominais – voltou a cair para níveis próximos dos de 2018, acumulando desde a COVID-19 uma descida de 0,8 p. p. (ver terceiro gráfico).

Por setores institucionais, este retrocesso esteve liderado pelas sociedades não financeiras, que acumulam a maior parte do stock de capital em maquinaria, equipa e intangíveis, precisamente os ativos que, como assinalava-se anteriormente, pior evolução mostraram em volume, e que além disso se abaratarem a respeito de outros produtos. Por outro lado, tanto as administrações públicas como as famílias – com o seu capital concentrado em infraestruturas e habitação, respetivamente – contribuíram para o

aumento da taxa agregada de investimento, com um crescimento em volume ligeiramente inferior ao do PIB, mas principalmente devido a um aumento notável dos seus preços relativos, resultante do aumento do preço dos materiais de construção na sequência da guerra na Ucrânia e do aumento significativo dos preços na maioria dos mercados residenciais europeus desde a pandemia.⁴

Em virtude do seu papel central no abrandamento da formação de capital na UE, alargamos o enfoque ao setor empresarial, desagregando-o agora por atividade económica de investimento. Neste caso, com dados até 2023, e restringindo a análise à indústria e aos serviços mercantis, observamos que a queda da taxa de investimento real é explicada principalmente pelo desempenho mais negativo da indústria transformadora e dos serviços de informação e comunicação (TIC), que em conjunto representam uma queda de 1,7 p. p. (ver o quarto gráfico), apenas parcialmente compensada por uma maior taxa de investimento no setor de *utilities* e por um maior peso das TIC no conjunto da economia (dada a sua utilização mais intensiva em capital).

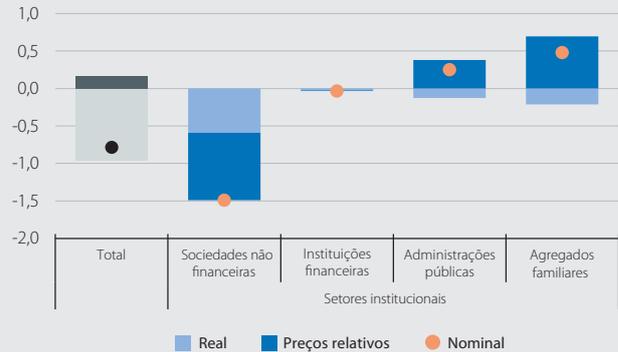
Alavancas e riscos no horizonte

O Banco Europeu de Investimento assinalou recentemente que os principais fatores que prejudicam o investimento são, por esta ordem, a falta de mão de obra adequada, os custos da energia, a incerteza e o ambiente regulamentar, em todos os casos em maior grau do que para as empresas americanas.⁵ Com efeito, muitos destes elementos foram objeto de uma reflexão aprofundada nos relatórios Letta e Draghi publicados no ano passado e serviram de base ao plano de competitividade apresentado pela Comissão Europeia em 29 de janeiro (a chamada Bússola para a Competitividade).⁶ A aplicação de medidas destinadas a reduzir a fragmentação do mercado interno, a baixar os preços da energia e a satisfazer as necessidades em termos de capital humano deverá contribuir para uma perspetiva mais positiva do investimento europeu a médio prazo. Contudo, estas não parecem ser condições suficientes, enquanto se aguarda a alavancagem pública para impulsionar as despesas produtivas na UE e a implantação de uma verdadeira União da Poupança e do Investimento para canalizar a poupança privada persistente e abundante para o financiamento de setores estratégicos (ver quinto gráfico). Adicionalmente, numa altura em que as condições financeiras também já se estavam a tornar mais flexíveis para acompanhar a expansão da capacidade das empresas, surgiram nuvens de tarifas carregadas de incerteza, um cenário em que o investimento não costuma ser bem sucedido e o apoio da política económica se torna mais necessário do que nunca para minimizar os danos no potencial de crescimento futuro.

4. Ver «Os preços da habitação na Europa recuperam com a viragem da política monetária» no *Relatório do Setor Imobiliário* do primeiro semestre de 2025.
 5. Banco Europeu de Investimento (2025). «EIB Investment Report 2024/2025: Innovation, integration and simplification in Europe».
 6. Ver o Focus «Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE» no IM04/2025.

Taxa de investimentos na UE-27: variação entre 2019 e 2024

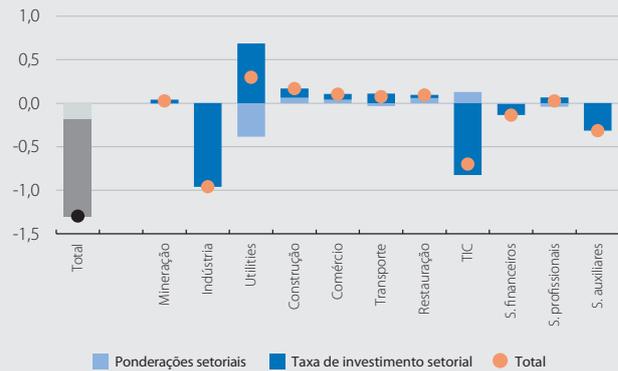
(p. p. do PIB)



Nota: Formação bruta de capital fixo. Dados reais a preços constantes de 2020 e preços relativos entre o deflator do investimento e o deflator do PIB.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Taxa de investimento da UE em atividades de mercado: variação entre 2019 e 2023

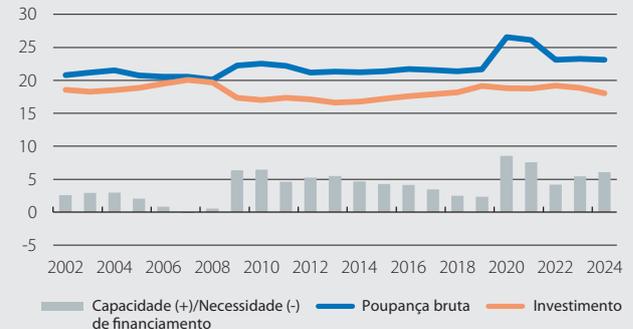
(p. p. de valor acrescentado)



Notas: Formação bruta de capital fixo. Dados reais a preços constantes de 2020. As atividades de mercado incluem as secções B a N da CNAE, excluindo a L-Serviços Imobiliários. Agregado para 20 países da UE.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Taxa de poupança e investimento do setor privado da UE-27

(% do PIB)



Notas: O setor privado inclui as famílias, as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias, as sociedades não financeiras e as instituições financeiras. O investimento corresponde à formação bruta de capital fixo. Dados nominais.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Índia: a roda do dharma no caminho do desenvolvimento

Durante a última década, não foram poucos os que afirmaram que estão a ocorrer mudanças no cenário multipolar mundial, uma vez que a globalização parece estar a estagnar, novos conflitos geopolíticos ameaçam instalar-se e o progresso económico de grandes potências como a Índia está a acelerar. Neste contexto desafiador, uma das grandes questões é se a Índia pode se tornar a nova China. A roda do dharma, elemento-chave da bandeira tricolor desde a sua independência em 1947, constitui um símbolo de progresso e simboliza os valores que a Índia deve possuir para alcançá-lo, tais como a disciplina e a sabedoria necessárias para aproveitar as oportunidades e corrigir as fragilidades.

A economia da Índia em perspetiva

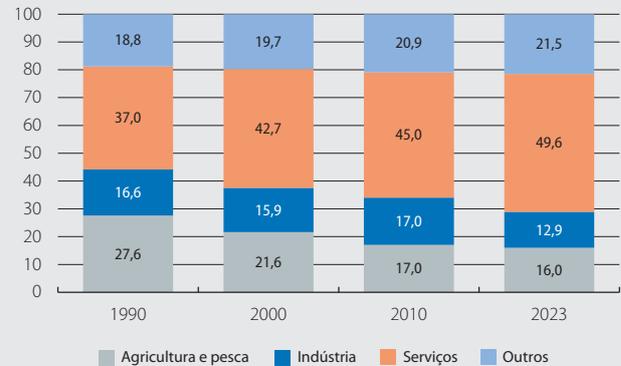
Sem entrar em jogos de adivinhação, estamos a falar do país mais populoso do mundo, com aproximadamente 1,44 mil milhões de habitantes em 2023, ultrapassando assim a China, com uma população já em declínio há alguns anos, de 1,41 mil milhões. E continuará assim certamente durante o resto do século XXI, dado que a população da Índia continua a crescer a um bom ritmo (0,9% em 2023, igual ao crescimento médio mundial), tem uma estrutura comparativamente jovem e margem para aumentar a esperança de vida, atualmente baixa em relação a outros países emergentes do seu entorno.

Ser o país mais populoso do mundo e com uma demografia jovem e em crescimento, conferiu à Índia uma certa vantagem em termos de crescimento económico (o chamado dividendo demográfico), uma vez que a procura interna, o consumo e o investimento têm sido os principais motores do crescimento da economia e têm servido de amortecedor face aos choques externos. Assim, o PIB da Índia cresceu nos últimos anos a taxas anuais em torno de 7%, com exceção de 2020. Dessa forma, o PIB ultrapassou ligeiramente, em 2023, o do Reino Unido, país que foi sua antiga metrópole, situando-se em 3,57 biliões de dólares correntes. Porém, o PIB per capita situava-se em 2023 perto dos 2.500 dólares correntes (quase 10.200 em paridade do poder de compra), o que coloca a Índia na média dos países de rendimento médio inferior¹ e deixa o país com um longo percurso de crescimento pela frente. A título de comparação, a China atingiu esse nível de rendimento entre os anos de 2004 e 2005, e o PIB per capita, de cerca de 12.600 dólares correntes, situa-a um pouco acima da média dos países de rendimento médio superior.

1. O Banco Mundial classifica as diferentes economias em grupos de acordo com os níveis de rendimento, de acordo com o rendimento nacional bruto per capita (RNB per capita), calculado através do Método Atlas (que utiliza dados não ajustados pela paridade do poder de compra, o que resultou num RNB per capita para a Índia de 2.520 dólares correntes). Os grupos são: rendimento baixo, 1.145 dólares ou menos; rendimento médio inferior, de 1.146 a 4.515 dólares; rendimento médio superior, de 4.516 a 14.005 dólares; e investimento elevado, mais de 14.005 dólares.

Índia: valor acrescentado por setor de atividade económica

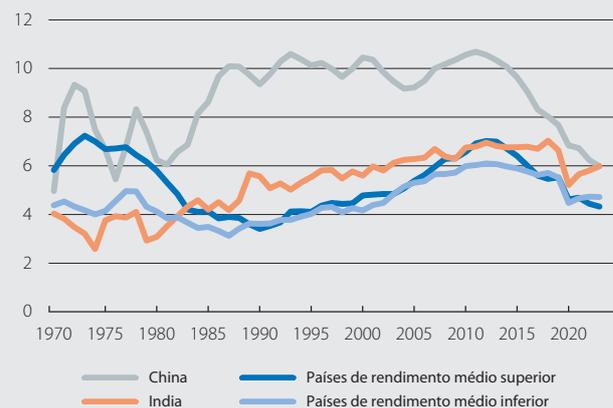
(% do PIB)



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

Crescimento do PIB

Média de 10 anos (%)



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

Este elevado ritmo de crescimento é resultado do peso crescente dos serviços, que em 2023 representou quase 50% do PIB (ver primeiro gráfico). De qualquer forma, o mercado de trabalho mostra alguns dos pontos fracos da economia indiana. Cerca de metade da força de trabalho está empregada em setores de baixa produtividade, como a agricultura, a construção civil e o comércio. Além disso, de acordo com o FMI,² a informalidade no trabalho é muito elevada e atinge quase 90% no conjunto do país, com especial incidência nas áreas rurais. A participação no mercado de trabalho também se manteve baixa nos últimos anos, aumentando apenas 8 p. p. entre 2018 e 2024, para 56,4%, refletindo as dificuldades que as mulheres enfrentam para entrar no mercado de trabalho (a taxa de participação nas áreas urbanas é de apenas 30%).

2. FMI (2025). «Índia: 2024 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for India», IMF Staff Country Reports 2025, 054.

Índia: indicadores de desenvolvimento

	2010-2019				2000-2009				1990-1999			
	China	Índia	Países de rendimento médio inferior	Países de rendimento médio superior	China	Índia	Países de rendimento médio inferior	Países de rendimento médio superior	China	Índia	Países de rendimento médio inferior	Países de rendimento médio superior
Indicadores económicos												
PIB per capita (milhares USD)	14,2	6,4	6,4	15,6	6,2	3,8	4,3	9,6	2,6	2,5	3,1	6,6
Crescimento do PIB (anual, %)	7,7	6,6	5,5	5,5	10,4	6,3	5,7	6,3	10,0	5,8	4,3	4,5
Inflação, IPC (anual, %)	2,6	6,8	4,4	3,2	1,9	5,5	5,5	5,4	7,8	9,5	9,3	11,7
Agricultura (% do PIB)	8,3	16,7	16,3	7,4	12,0	18,5	18,5	8,3	20,1	25,7	23,5	11,1
Indústria (% do PIB)	29,6	15,3	14,6	22,6	32,1	16,3	15,3	22,6	30,0	16,4	17,1	20,0
Serviços (% do PIB)	49,2	47,3	49,3	52,2	42,0	44,4	47,0	49,7	34,9	38,5	42,1	49,9
Dívida externa	14,0	20,6	26,2	23,1	11,7	18,8	30,7	26,3	16,0	27,1	49,1	30,8
IED (% do PIB)	2,4	1,7	1,9	2,5	3,7	1,6	2,2	3,0	3,9	0,4	1,1	2,1
Importações de bens e serviços (% do PIB)	20,3	25,3	29,0	23,6	23,9	20,5	27,4	26,4	15,0	10,8	20,9	20,6
Imp. de combustíveis (% imp. bens)	16,0	32,6	21,3	14,5	10,5	32,9	21,1	11,5	5,0	26,3	16,2	6,4
Exportação de bens e serviços (% do PIB)	22,6	21,6	24,7	24,8	28,5	17,9	24,1	29,1	17,1	9,9	17,5	20,2
Exp. de bens industriais (% exp. bens)	93,7	65,9	58,2	75,1	91,3	70,6	58,8	75,9	83,8	73,9	58,3	73,5
Exp. de alimentos (% exp. bens)	2,9	10,5	13,4	8,7	3,8	10,5	14,9	7,8	8,6	16,8	20,0	12,2
Indicadores de demografia e pobreza												
Taxa de fertilidade	1,7	2,3	2,9	1,9	1,6	3,0	3,5	1,9	1,7	3,7	4,2	2,2
População urbana (% total)	54,8	32,6	36,9	61,8	41,8	29,1	32,6	52,4	30,6	26,5	29,4	43,5
População em situação de pobreza (% total)	3,7	16,3	17,5	4,1	25,5	37,1	32,6	19,7	58,0	48,0	43,8	40,7
Rácio de dependência, população idosa	14,1	8,4	7,6	12,6	11,0	7,5	7,0	10,4	9,0	7,2	6,9	8,8
Rácio de dependência, população menor	25,6	44,6	52,5	31,3	29,8	54,8	60,4	36,1	41,1	64,0	69,7	47,2
Indicadores de educação e saúde												
Despesa pública em educação (% do PIB)	4,1	4,0	3,6	4,2	3,0	3,5	3,1	4,1	1,8	3,8	2,9	4,1
Taxa de alfabetização	95,0	69,0	72,4	94,4	91,0	62,0	65,4	91,6	78,0	48,0	56,9	84,6
Rácio aluno-professor, educação primária	16,6	33,0	29,5	18,5	18,6	40,5	33,8	20,8	22,7	40,0	34,7	23,9
Despesas correntes com a saúde (% do PIB)	4,8	3,3	3,7	5,5	4,2	3,8	3,9	5,2	-	-	-	-
Despesa pública em saúde (% total)	56,4	28,5	31,7	54,7	33,0	20,4	27,7	45,0	-	-	-	-
Despesas privadas diretas com saúde (% total)	37,3	61,5	55,3	33,1	56,2	71,7	61,0	41,5	-	-	-	-
Camas hospital (por cada 1.000 pessoas)	3,7	1,6	1,4	3,0	1,9	1,8	1,6	2,1	2,6	0,8	1,1	2,9

Nota: São utilizadas as médias de cada período. O PIB per capita em paridade do poder de compra (PPC), em dólares constantes de 2021. O peso da agricultura, da indústria e dos serviços é calculado como a % do VAB originado em cada setor. A dívida externa é calculada em % do rendimento nacional. Apenas são considerados os fluxos de IDE de entrada. A taxa de fertilidade é calculada como o número de nascimentos por mulher. Para o cálculo da taxa de pobreza, considera-se a % da população com menos de 2,15 dólares por dia. Os índices de dependência são calculados em % da população em idade ativa. A taxa de alfabetização é calculada em % da população com 15 anos ou mais. As despesas públicas e privadas diretas com saúde são calculadas como % das despesas correntes totais com saúde.

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

Uma visão estrutural

Nos últimos anos, a Índia registou um crescimento notável, ultrapassando amplamente o da China e o do conjunto das economias de rendimento médio (cerca de 5% - ver o segundo gráfico). Considerando uma visão mais ampla, o crescimento médio desde 2010 situou-se em 6,8% (excluindo os anos de 2020 e 2021), face aos 6,3% no período 2000-2009 e aos 5,8% na década anterior. Por outro lado, a China tinha vindo a crescer a uma taxa média de 10% ao ano entre meados dos anos de 1980 e 2010, o

que lhe permitiu convergir rapidamente com países de rendimento mais elevado em termos de PIB per capita, encontrando-se agora numa fase de desenvolvimento diferente, com taxas de crescimento mais baixas e uma demografia adversa. Definitivamente, a recente «ultrapassagem» da Índia em relação à China, em termos de ritmo de crescimento, está a ocorrer sobretudo porque estes países se encontram em fases diferentes do seu desenvolvimento.

A evolução da economia indiana nas últimas décadas pode ser ilustrada em três dimensões essenciais do desenvolvi-

mento: alterações na estrutura económica e demográfica, bem como nas condições educativas e sanitárias (ver tabela). Na dimensão económica, destaca-se a semelhança da composição setorial e do perfil das importações e exportações entre a Índia e o conjunto dos países de rendimento médio inferior. Trata-se de uma economia em que a agricultura ainda tem um peso muito elevado (cerca de 17%) e o setor industrial relativamente baixo (cerca de 15%), ao passo que os alimentos e os combustíveis continuam a ter um peso ainda elevado nas trocas comerciais do país com o exterior.³ No plano demográfico, destacam-se também as semelhanças com os países de rendimento médio inferior, com uma elevada percentagem da população em situação de pobreza e a viver em zonas rurais, não obstante os rápidos progressos registados na última década na redução da pobreza no país. Ao mesmo tempo, destacam-se as fragilidades estruturais nos indicadores de educação e saúde, com uma taxa de alfabetização persistentemente baixa e uma cobertura e infraestruturas limitadas no sistema de saúde.

Contudo, os últimos anos do governo do presidente Modi têm sido um exemplo bem-sucedido de estabilização macrofinanceira. Desde 2013, a inflação, ainda que muito volátil pelo facto de depender em grande medida da componente da alimentação, tem-se mantido no intervalo alvo de 2 a 6%, e os episódios em que a inflação registou um aumento foram breves. Nesta tarefa de controlo da inflação, foi fundamental uma política monetária centrada em reforçar a credibilidade do banco central na consecução do seu objetivo, com um aumento da taxa de intervenção quando necessário. Tudo isto, aliado a um aumento sustentado das reservas estrangeiras que sustentarão a rupia e a uma dívida externa em níveis contidos. Estes anos de política monetária e cambial ortodoxa permitiram dar início a um caminho de redução das taxas de juro.

Por outro lado, ao contrário da China, a Índia tem mantido um défice persistente na balança corrente. Isto deve-se ao facto de, apesar de exportar serviços profissionais e tecnológicos, bem como produtos eletrónicos de consumo de elevado valor acrescentado, tal não ser suficiente para compensar as importações de todos os tipos de bens e indústrias intensivos em mão de obra. A dimensão relativamente pequena do setor industrial deve-se, em parte, aos obstáculos ainda elevados que o país impõe ao investimento estrangeiro direto e às várias importações de bens intermédios. Aliviar esses obstáculos, tal como pretendem iniciativas do governo como o *Make in India* ou o *Production-Linked Incentive*, ajudará ao desenvolvimento de uma indústria indiana integrada nas cadeias de valor globais e capacitada para competir, em especial no atual contexto de reconfiguração do comércio internacional, onde o *friendshoring* pode desempenhar um papel vital.

A nova China Índia?

Concluindo, depois de fazer uma breve análise da economia indiana, o debate sobre se a Índia poderá ser a nova China continua em aberto. Uma demografia e um crescimento económico robustos jogam a seu favor, acompanhados por expectativas de inflação moderadas e uma situação financeira saudável. Desde 2024, o crescimento da Índia diminuiu ligeiramente, mas espera-se que se mantenha acima dos 6% nos próximos anos. Porém, ainda existem problemas estruturais que limitam o potencial de crescimento e que precisam ser reformados, como o mercado de trabalho, a qualidade institucional, a burocracia e a elevada taxa de pobreza. Assim, a questão de saber se a roda do dharma conseguirá ganhar velocidade no caminho do desenvolvimento continuará a suscitar um amplo debate na próxima década.

3. É notória a diferença em relação à China, onde se destaca especialmente o peso do setor industrial em termos de valor acrescentado e nas exportações do país.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	3,0	2,7	2,5	2,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,5	3,4	3,6	4,1	4,8	4,7	5,0	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	98,9	102,2	110,6	99,8	100,1	93,9	86,0
Produção industrial	0,2	–0,3	0,0	–0,4	–0,3	1,5	1,5	1,3	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,5	47,3	48,2	50,1	50,3	49,0	48,7
Habitacões iniciadas (milhares)	1.421	1.368	1.340	1.332	1.392	1.393	1.494	1.324	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	329	332	336	...	340	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,1	60,0	59,9	60,0	59,9	59,9	60,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,9	–3,1	–3,5	–3,5	–3,8	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,1	3,0	3,2	2,6	2,7	2,7	2,8	2,4	...
Taxa de inflação núcleo	4,8	3,4	3,4	3,2	3,3	3,1	3,1	2,8	...

JAPÃO

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Atividade									
PIB real	1,5	0,1	–0,7	0,7	1,1	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,1	37,2	37,2	36,9	36,1	34,7	34,8	34,1	31,2
Produção industrial	–1,4	–3,0	–3,5	–1,8	–2,5	2,1	4,3	–0,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	13,0	14,0	12,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–1,1	–1,0	...	–0,9	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	3,3	2,7	2,7	2,8	2,9	3,8	3,6	3,6	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	2,2	2,0	2,3	2,7	2,6	2,8	...

CHINA

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	4,7	4,6	5,4	5,4	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	2,6	2,7	3,8	3,6	4,0	5,9	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,9	5,0	5,6	6,8	5,9	7,7	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,8	49,4	50,2	49,9	50,2	50,5	49,0
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	996	864	897	996	1.085	1.041	1.085	...
Exportações	–5,1	4,6	4,4	5,4	10,0	5,7	–2,3	12,2	...
Importações	–5,5	1,1	2,5	2,2	–1,8	–7,0	1,4	–4,3	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	–0,1	–0,7	–0,1	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	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	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,1	0,3	2,1	2,1	1,8	1,9	1,5	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,6	-3,0	-4,0	-1,7	-1,6	...	1,2	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-13,7	-14,5	-16,7
Sentimento económico	96,2	95,7	95,9	96,2	95,2	95,4	96,1	95,0	93,6
PMI indústrias	45,0	45,9	46,1	46,4	46,3	46,3	47,6	48,6	49,0
PMI serviços	51,2	51,5	51,7	52,7	53,1	52,6	50,6	51,0	50,1
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,2	1,0	1,0	0,7	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,0	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,4	7,3	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	7,7	6,6	6,7	6,3	6,1	6,0	5,9	6,0	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,5	0,8	0,5	1,0	1,2	1,2	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,1	1,1	1,0	1,3	0,8	0,8	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,8	0,5	0,7	0,6	0,5	0,6	-	-	-

Preços

Porcentagem 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	02/25	03/25	04/25
Inflação global	5,5	2,4	2,5	2,2	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2
Inflação núcleo	5,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,4	2,7

Setor externo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Balança corrente	2,0	3,5	3,2	3,5	3,5	...	3,5	...	...
Alemanha	5,6	5,7	6,4	6,3	5,7	...	5,3	...	...
França	-1,0	0,4	-0,4	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	...
Itália	0,1	1,1	0,9	0,9	1,1	...	1,0	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,1	95,5	94,2	93,5	92,7	94,7	97,0

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	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	0,4	1,0	1,4	2,1	2,1	2,3	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	1,5	1,5	1,7	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	4,9	4,4	3,9	3,9	3,7	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,7	4,3	4,0	4,0	3,9	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	-5,5	-2,5	1,2	3,6	3,7	4,1	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	14,3	10,5	5,9	2,3	2,0	1,5	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,2	19,8	22,1	18,3	15,1	18,0	11,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,1	3,0	2,6	2,2	2,2	2,1	...

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.

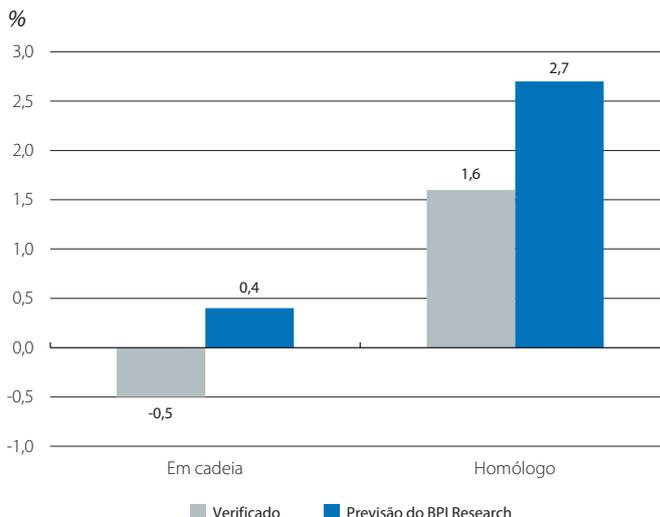
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.

Economia volátil apesar da maior robustez estrutural

PIB no 1T 2025 surpreendeu pela negativa, recuando 0,5% em cadeia na estimativa preliminar do INE. Este movimento refletirá sobretudo uma correção do forte crescimento observado no 4T 2024 e que esteve associado a fatores pontuais. Em particular, o aumento do rendimento disponível das famílias, resultante das alterações ao IRS (com efeitos retroativos ao início de 2024) e do pagamento do suplemento extraordinário aos pensionistas em outubro de 2024, esteve na base do crescimento do consumo privado em 2,8% no 4T 23, muito acima do seu padrão de comportamento histórico (em torno de 0,6% desde 2014), devendo esta componente ter recuado, em cadeia, no 1T 25. 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 da atividade se situou em 0,45% por trimestre. O dado do 1T surpreendeu negativamente e contrasta com os indicadores preliminares relativos ao período, que não sugeriam contração, confirmando a nossa leitura de que se trata de uma normalização. No consumo, destacamos as vendas a retalho excluindo combustíveis cresceram 0,7% e as vendas de automóveis praticamente 13% no trimestre. Da mesma forma a faturação na indústria e nos serviços avançou 0,8% e 3,8% respetivamente. Por fim, o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia nos primeiros três meses do ano situou-se em 104,4 pontos, apresentando uma tendência descendente ao longo do trimestre, mas sempre acima do nível 100, indicativo de que a atividade se encontra em expansão (e assim permaneceu em abril). Por fim, de referir que o dado do 1T 2025 coloca riscos descendentes à previsão do BPI Research para o crescimento do PIB real (2,4%). Apesar da volatilidade da economia, que se poderá manter nos próximos trimestres, parece-nos que esta não traduz o comportamento real da economia, que mantém robustez. Note-se o crescimento do emprego e dos salários, em reflexo da resiliência do mercado de trabalho; a execução dos fundos comunitários deverá acelerar dada a proximidade do final do NG EU (2026); e a assinatura de diversos contratos de investimento bem como a redução dos custos de financiamento sugerem também que o investimento permanecerá robusto.

A revisão dos cenários macroeconómicos divulgados em abril são unânimes na desaceleração do ritmo de crescimento da economia portuguesa em 2025. Assim, FMI, Universidade Católica (NECEP) e CFP reviram as suas previsões em -0,2/-0,3 décimas face às suas anteriores estimativas de outubro, janeiro e setembro. Estas refletem os sinais de abrandamento que referimos no parágrafo anterior e os riscos maioritariamente descendentes que a atual conjuntura global representa. Ainda assim, as perspetivas continuam positivas e estes três organismos continuam a esperar que a economia cresça em torno dos 2% em 2025. Todavia, atendendo aos dados do 1T, admitimos que venham a ser ajustadas ligeiramente em baixa para níveis abaixo de 2% (em linha com a nossa revisão atual).

PIB Real no 1T 2025



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

Portugal: Previsões para o crescimento do PIB real

		2024	2025	2026	2027	Cum. 25-27
BPI	fev.-25	1,9	2,4	2,1	2,0	6,7
FMI	abr.-25		2,0	1,7	1,5	5,3
CFP	abr.-25		2,2	2,0	1,6	5,9
NECEP	abr.-25		2,0	2,0	2,2	6,3
Banco de Portugal	mar.-25		2,3	2,1	1,7	6,2

Fonte: BPI Research, com base nos dados do FMI, CFP, NECEP e Banco de Portugal.

IPC

Var. homóloga (%)



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

Inflação em abril retorna novamente ao patamar acima dos 2%. Com efeito, a taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC) aumentou para 2,1% em abril e o mesmo aconteceu ao IPC Subjacente (ambos a partir dos 1,9% registados em março). Um aspeto a destacar do dado de abril é que, tal como em março, a inflação global volta a ser igual à inflação subjacente. Isto significa que o processo desinflationista passa neste momento sobretudo

pela dinâmica dos preços menos voláteis, e, portanto, é mais lento. As variações mensais do IPC subjacente e global (0,8% e 0,7%, respetivamente) voltaram a ser superiores à média histórica pré-pandemia (0,5% em ambas), ao contrário do que aconteceu no mês anterior. Apesar de à data em que escrevemos o preço do Brent já ter descido cerca 25% em termos homólogos, o contributo da componente energética para a desinflação ainda é modesto e a inflação dos produtos alimentares não transformados este ano tem-se situado acima dos 2,5% em média.

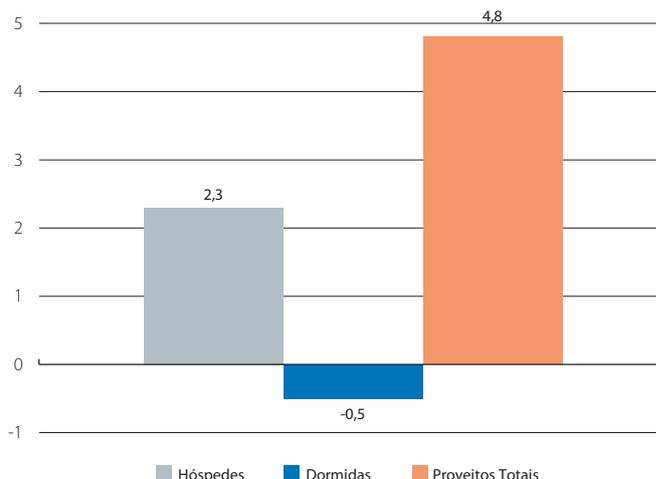
Turismo cresce modestamente no 1T 2025. Nos primeiros três meses de 2025, o nº de turistas incrementou 2,3% homólogo, as dormidas recuaram 0,5% e os proveitos totais avançaram 4,8%. Este comportamento terá sido influenciado pela estrutura móvel do calendário, ou seja, pelo efeito dos períodos de férias associados à Pascoa, que este ano ocorreu em abril, enquanto no ano anterior se concentrou, essencialmente, em março. Com efeito, trata-se de um desempenho modesto, justificado pelo acima descrito, e que deverá melhorar nos próximos meses assente naqueles que são os principais *drivers* para o setor este ano: recuperação do poder de compra das famílias, diversificação de mercados emissores e redução da sazonalidade (tema abordado em um artigo desta publicação).

FMI estima que Portugal prossiga com consolidação orçamental. Apesar da maior incerteza e da atual conjuntura propensa ao aumento da despesa pública, o FMI estima que Portugal irá destacar-se positivamente do conjunto dos países da zona euro, mantendo a tendência de redução do rácio de dívida pública no médio prazo. Assim, antecipa que este rácio diminua gradualmente ao longo dos próximos 5 anos, atingindo os 81,6% do PIB em 2028; para 2025 estima que se situe em 91,8% do PIB. Para tal contribuirá a manutenção de uma política de consolidação orçamental, prevendo o FMI que o saldo orçamental se situe em 0,5% do PIB em 2025 e em 0,1% nos anos seguintes. O cumprimento desta tendência tenderá a limitar eventuais choques e/ou favorecer positivamente a evolução dos custos de financiamento da economia portuguesa, num período de maior incerteza para a economia global.

Stocks de crédito e de depósitos seguem ritmos diferentes dentro do setor privado. A carteira de crédito dos particulares cresceu 5,1% e os seus depósitos cresceram 5,7% em termos homólogos em março, refletindo uma tendência positiva em ambas as variáveis face ao que sucedeu no mesmo mês de 2024. O aumento da procura de empréstimos é justificado principalmente (em termos absolutos) pelo crédito à habitação, devido ao nível mais baixo das taxas de juro (montante total de empréstimos subiu 6.683 milhões de euros face a março de 2024, dos quais 5.189 provém do crédito à habitação). Já os depósitos dos particulares, apesar de continuarem a crescer, têm mostrado um abrandamento desde outubro de 2024, o que reflete, em parte, a redução das remunerações oferecidas. Em contraste, o crédito às empresas (não titulado) tem-se mantido estagnado (0,1% homólogo), devido a uma ligeira diminuição na procura de empréstimos por parte de grandes empresas, que descompensou o ligeiro aumento verificado por parte das PME's. Já os depósitos de empresas cresceram 8,6%, uma grande recuperação face às quedas verificadas em março de 2024, no entanto também apresentando uma desaceleração face a fevereiro deste ano.

Turismo: 1T 2025

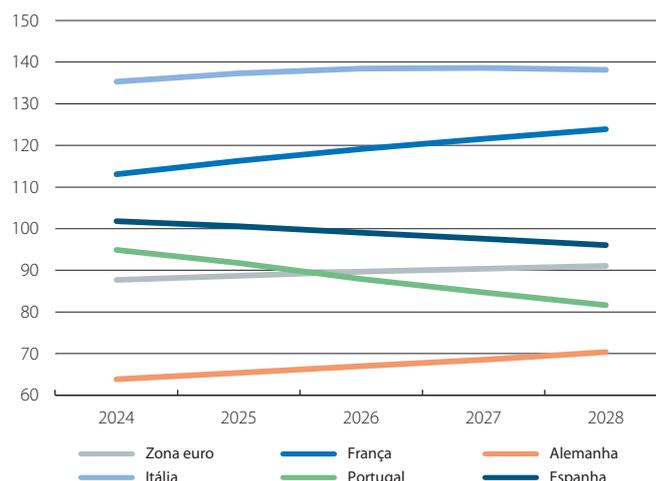
Variação homóloga (%)



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

Rácio de dívida pública

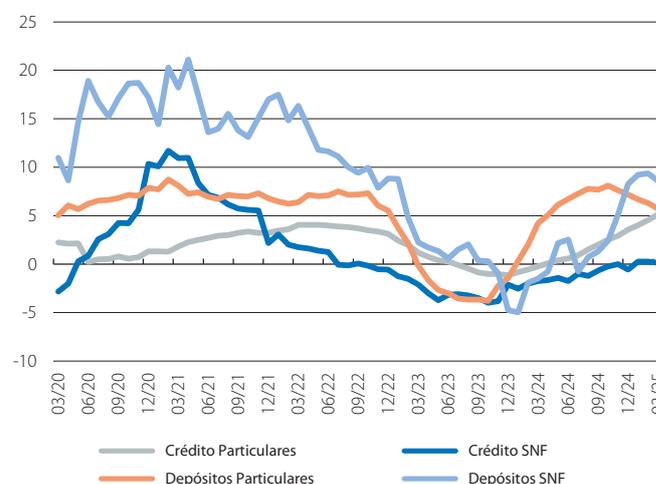
(% do PIB)



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

Stocks de Crédito e Depósitos

Taxa de variação homóloga (%)



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

Tarifas: um moderado vento de proa para Portugal

As relações económicas entre Portugal e os EUA desenvolveram-se nos últimos anos, nomeadamente nas trocas comerciais, pelo que as alterações introduzidas pela administração norte-americana na sua política comercial poderão trazer impactos desfavoráveis à atividade em alguns setores e à economia como um todo. Neste artigo, fazemos um apanhado das relações entre Portugal e os EUA, com maior enfoque nas trocas comerciais de bens, mais impactadas pela atual política aduaneira norte-americana; e discutimos potenciais impactos na economia dessa mesma política.

O que aconteceu desde 2019 e o que exportamos para os EUA

As exportações de bens aumentaram 75% e as de serviços mais que duplicaram, tanto na componente turismo (+132%), como outros serviços (+118%); o número de turistas norte-americanos que visitaram Portugal aumentou 90% em 5 anos (quase duplicou); o investimento direto dos EUA em Portugal cresceu 95% e no setor imobiliário (residencial e comercial) quase que quadruplicou, aumentando 357%. Conjuntamente, exportações de bens e serviços de Portugal para os EUA e investimento direto dos EUA em Portugal representam apenas 6% do PIB português; mas na componente que mais poderá ser afetada pela deriva protecionista norte-americana, as exportações de bens, é diminuta: apenas 1,9% do PIB.

Em 2024, as exportações de bens para os EUA ascenderam a 5.318 milhões de euros, destacando-se as de produtos farmacêuticos, que representam 22% do valor exportado e o coque e produtos refinados, 19% do total exportado. Estes dois, ou seja 43% do valor exportado em 2024 para os EUA, estão por enquanto fora do cabaz de produtos sujeitos a agravamento das tarifas por parte da administração Trump.

Por sua vez, os produtos de aço e alumínio e material de transporte, sujeitos a tarifas agravadas de 25%, têm um peso diminuto nas exportações de bens para os EUA: cerca de 5% e 1%, respetivamente.

Para já o impacto na economia como um todo tenderá a ser reduzido, possivelmente mais centrado no adiamento de decisões de investimento e consumo que a incerteza quanto ao resultado final da deriva protecionista provocará; e também por via indireta, dada a perspetiva de arrefecimento dos principais parceiros externos.

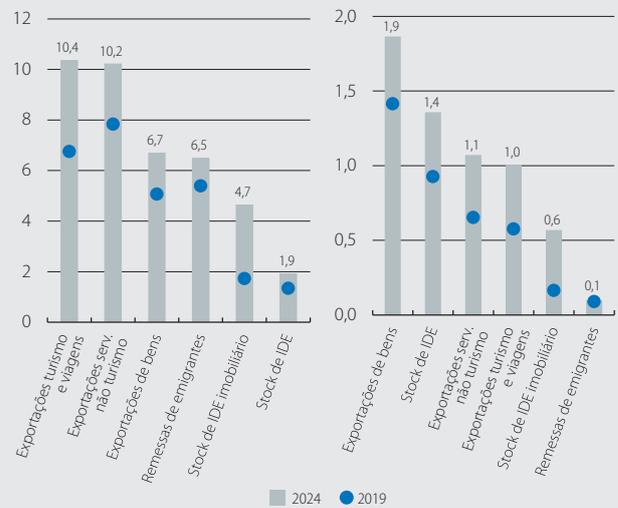
As tarifas e os seus impactos

No apelidado «dia da libertação» (2 de abril 2025), Trump anunciou que as tarifas aplicadas aos produtos europeus aumentariam para 20%, mas 7 dias depois adiou a sua implementação durante 90 dias, decidindo que a União Europeia ficaria sujeita a uma tarifa de 10%. Esta decisão

Importância das relações com os EUA

(% do respetivo agregado)

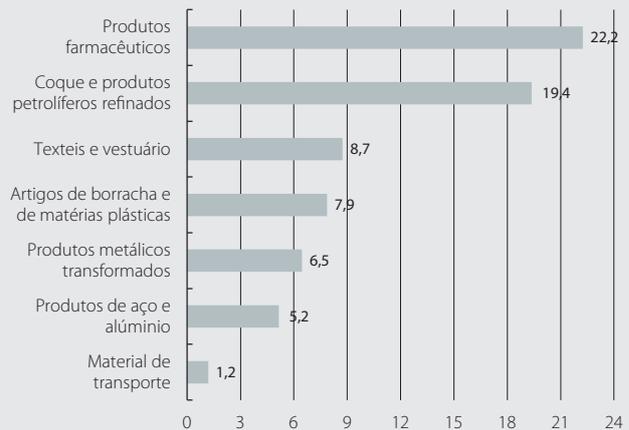
(% do PIB)



Fonte: BPI Research com base em dados do Banco de Portugal e do INE

Peso dos produtos no total exportado em 2024

(%)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

estará em vigor até julho, depois disso depende da existência de negociações e do seu êxito. Da tarifa genérica de 10% ficam isentos, para já, os produtos farmacêuticos e petrolíferos; no caso dos automóveis do aço e do alumínio é aplicada uma tarifa de 25%.

Embora não estando isento dos impactos desfavoráveis associadas à alteração da política comercial norte-americana, Portugal tem uma exposição relativamente moderada aos EUA, pelo que se estima que o impacto no crescimento, embora negativo, será limitado.

Como primeiro aspeto, realçamos o facto de as exportações portuguesas de bens para os EUA representarem apenas 6,7% do total das exportações nacionais, pelo que o atual aumento de 10% das tarifas aplicadas pelos EUA apenas incrementará em 0,7 pontos percentuais as tarifas médias suportadas por Portugal, sendo que este incre-

mento aumenta para 1,3 pontos percentuais em julho, na hipótese de que as negociações entre os EUA e a União Europeia terminarem sem nenhum acordo e se os EUA regressarem às tarifas de 20%. Acresce que, como referimos acima, quase metade dos produtos exportados estão atualmente isentos da aplicação de tarifas.

Em segundo lugar, o valor acrescentado bruto português incorporado da procura final dos EUA é de 2,4%.¹ Isto significa que a aplicação a todos os produtos exportados para os EUA do acréscimo de preço correspondente às tarifas de 10%, mantendo todas as outras variáveis constantes e admitindo uma elasticidade procura-preço igual a -1, resultaria numa redução do volume exportado também de 10%, com um efeito negativo correspondente no PIB de 0,24 pontos percentuais; no caso de incremento das tarifas em 20%, o impacto aproximar-se-ia dos 0,5 pontos percentuais.

Para além dos impactos diretos, a instabilidade sobre qual o quadro final de direitos aduaneiros que será adotado tende a ser um fator exacerbador de incerteza, resultando em adiamento de decisões de investimento e de consumo. Para o conjunto da zona euro, o BCE estima que o ambiente de maior incerteza poderá reduzir o crescimento em 0,2 pontos percentuais. Por Portugal ser uma economia com um elevado grau de abertura, admitimos um impacto potencial semelhante ou ligeiramente superior. Há também a referir o efeito de recomposição das cadeias de valor globais, processo que se vai prolongar no tempo, afetando o crescimento; ao que acrescem potenciais efeitos nos números da atividade dos primeiros 3 meses do ano (pelo menos) pois terá havido uma antecipação de importações pelas empresas norte-americanas com potencial impacto positivo para a Europa (e Portugal) pelo efeito de impulso nas exportações.

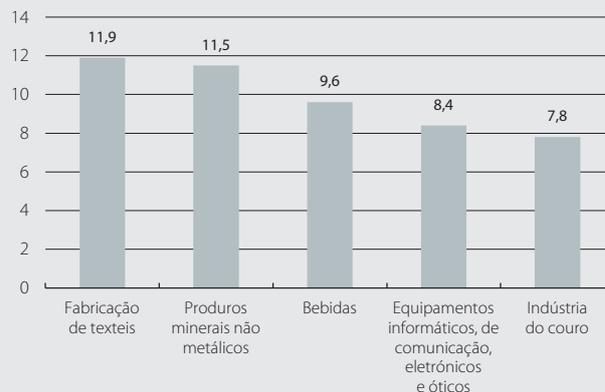
Ou seja, num cenário em que nada mais se altera se não os direitos aduaneiros, o impacto que estimamos poderia ascender a 0,7 pontos percentuais, eventualmente repartidos entre 2025 e 2026. Contudo este não parece ser um cenário provável, pois a assinatura de novos acordos comerciais com outros países, a adoção de medidas de suporte às empresas exportadoras,² políticas fiscais de dinamização da procura interna na Europa e em Portugal, e a própria evolução da moeda, tenderão a reduzir a amplitude do choque (no caso da taxa de câmbio por exemplo, ao reduzir o impacto sobre os preços permitirá uma política monetária mais expansionista). Adicionalmente, as regras da Organização Mundial do Comércio permitem a adoção de medidas de salvaguarda para seto-

1. Conselho Finanças Públicas, Perspetivas económicas e orçamentais 2025-2029, Caixa 4 – Trump 2.0: Impacto das potenciais tarifas na atividade de economia portuguesa.

2. Governo português aprovou pacote de medidas de apoio à competitividade, exportação e internacionalização que ascendem a cerca de 10 mil milhões de euros.

Empresas com elevada exposição ao mercado dos EUA (2023)

(% das empresas exportadoras do setor)



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

res mais expostos a alterações (aumentos) repentinas de importações,³ limitando o impacto negativo que o desvio de exportações habituais de alguns países para os EUA poderia ter para Portugal.

Pese embora, o impacto sobre o crescimento se perspetive moderado, não será irrelevante o impacto que poderá ter sobre determinados setores. O Banco de Portugal assume que o grau de exposição de uma empresa é elevado quando as exportações dessa empresa para os EUA representam mais de 10% do total das suas exportações, concluindo que os setores mais expostos às alterações da política comercial dos EUA são os têxteis, os produtos minerais não metálicos, que incluem vidro, cimento e produtos cerâmicos, a indústria das bebidas, a fabricação de equipamentos informáticos, de comunicação, óticos e eletrónicos e a indústria do couro. Nestes setores, e pela mesma ordem, as exportações para os EUA representavam em 2023, 76%, 82%, 34%, 75% e 69% do total das suas exportações.

Teresa Gil Pinheiro

3. As medidas de salvaguarda visam proteger uma determinada indústria quando esta é afetada pelo aumento imprevisto, acentuado e súbito das importações de uma mercadoria específica. Recentemente, face ao agravamento por parte dos EUA dos direitos aduaneiros a aplicar nas importações de alumínio e aço para 25%, a União Europeia utilizou este mecanismo, limitando as importações destes produtos, de forma a evitar efeitos disruptivos para a indústria europeia, associados a eventuais desvios para os países da UE, das habituais exportações de países terceiros para os EUA.

Imobiliário: valorização afasta-se do centro de Lisboa e Porto

Em março o INE divulgou os números finais de 2024 do Índice de Preços da Habitação (IPH). Com esta divulgação tivemos acesso a um conjunto de dados que importa agora realçar para compreender melhor as dinâmicas do mercado imobiliário. Antes de mais é assinalável que a dinâmica do mercado moveu-se do quadrante da desaceleração (diminuição do número de vendas com aumento de preços) para o quadrante da expansão (aumento do número de vendas com aumento de preços). A variação média do IPH foi de 9,1% e foi superior nas casas usadas (9,7%) face às novas (7,5%). Com esta variação o índice de preços situa-se 89,6% acima do pré-pandemia. O número de transações incrementou 14,5%: foram vendidas 156,3 mil habitações, o que ainda está abaixo do máximo anual que tinha sido estabelecido em 2022 (167,9 mil). Trata-se de uma recuperação depois do ano de 2023 ter sido marcado pelo processo de aperto monetário, com aumento das taxas de juro e respetivo reflexo na dinâmica das vendas (recuaram 19% nesse ano).

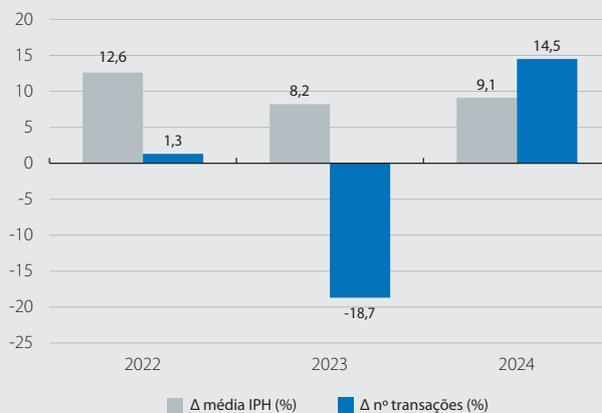
O valor global transacionado de habitações em 2024 ascendeu a 33.833 milhões de euros (+20,8%) e o valor médio da habitação transacionada cifra-se em 216,4 mil euros (205,2 mil em 2023). As aquisições por compradores com domicílio fiscal fora de Portugal recuaram em número face a 2023 (-6%)¹ e representaram 6,3% do número e 10,2% do valor global transacionado. O Algarve continua a ser a região onde o peso das transações por pessoas com domicílio fiscal fora de Portugal é maior no número (23,8%) e no valor (35,9%), embora tenha registado quebras no ano passado (-3,4 p. p. e -2,6 p. p., respetivamente). Por fim, importante também salientar que o valor médio das aquisições por compradores com domicílio fiscal na UE (286,8 mil euros), mas principalmente nos restantes países (421,7 mil euros), é muito superior ao valor médio das aquisições por pessoas com domicílio fiscal em Portugal (207,2 mil euros).

A valorização das habitações por região

A região com o maior incremento relativo em 2024 no número de habitações vendidas foi a AM Porto² (+20,8%) em contraponto com o Algarve, no extremo oposto de performance (-1,9%). Já em valor transacionado, o maior incremento relativo ocorreu na RA Madeira (+37,3%) e o menor ocorreu também no Algarve (+2,2%). Em valor, a AM Porto registou também o segundo incremento mais forte (+29,4%). Parte da explicação para estas dinâmicas relativamente mais positivas (RA Madeira, AM Porto) e negativas (Algarve) não deverá ser alheia aos comportamentos de compras feitas por pessoas com domicílio fiscal fora de Portugal e cujo valor médio de compra é superior como já vimos. De facto, a RA Madeira registou o maior aumento em valor e número de aquisições feitas por pessoas com domicílio fiscal na UE (+43% e +38%, respetivamente) e a AM Porto o segundo maior aumento em número (+7,5%). Por sua vez, o Algarve registou quebras em valor e em número por parte de compradores com domicílio fiscal na UE e nos restantes países. Dado o peso elevado des-

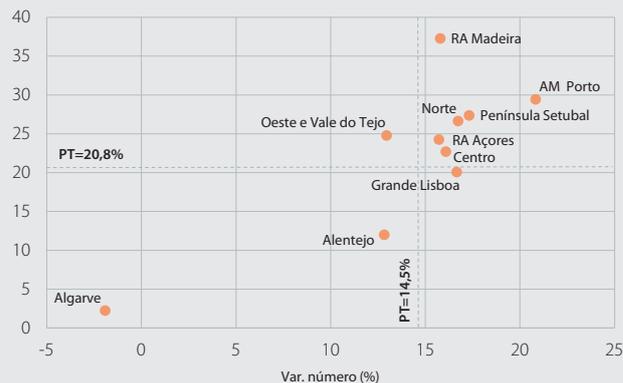
1. Corresponderam em 2024 a 9.774 imóveis e 3.463 mil milhões de euros transacionados.
 2. AM Porto não é um NUT II, no entanto o INE detalha os valores da AM Porto (integrada no NUT do Norte). Se foram considerados estritamente as NUT II, a região com maior incremento relativo no número de imóveis vendidos foi a Península de Setúbal.

Variação de preços de nº transações de habitação



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

Taxas de variação do número e do valor de transações de habitação em 2024 (NUTS II) (Var. valor %)



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

tes no mix de compradores do Algarve, o reflexo nos números globais foi mais marcado.

Contudo, estas valorizações de que falámos no parágrafo anterior são variações de valores transacionados nominais e não de índices de preços (o INE não divulga o IPH por NUT). Tendo em conta que o nº de transações da AM Porto e da Grande Lisboa juntas representam 35% do total de transações efetuadas em 2024, achámos pertinente perceber como estão a evoluir as valorizações nestas áreas num sentido mais alargado, pensando numa lógica de municípios e na sua distância face às duas grandes cidades.³ Classificámos os municípios por escalões de distância face ao centro de Lisboa⁴ e do Porto⁵

3. Para proxy de valorização adotámos os dados dos valores medianos por m² da avaliação bancária no âmbito dos processos de crédito à habitação.
 4. Na Área Metropolitana de Lisboa (AML) incluíram-se os concelhos de Alcochete, Almada, Amadora, Barreiro, Cascais, Lisboa, Loures, Mafra, Moita, Montijo, Odivelas, Oeiras, Palmela, Seixal, Sesimbra, Setúbal, Sintra e Vila Franca de Xira.
 5. Na Área Metropolitana do Porto (AMP) incluíram-se os concelhos de Arouca, Espinho, Gondomar, Maia, Matosinhos, Oliveira de Azeméis, Paredes, Porto, Póvoa de Varzim, Santa Maria da Feira, Santo Tirso, São João da Madeira, Trofa, Vale de Cambra, Valongo, Vila do Conde e Vila Nova de Gaia.

e avaliámos não só a evolução histórica das valorizações bem como a valorização ocorrida em 2024.

Como é possível observar (terceiro gráfico) na primeira fase deste ciclo de forte valorização das casas, iniciado em 2015, os aumentos mais significativos de valor/m² dão-se nas próprias cidades de Lisboa e do Porto. Isto é verdade para Lisboa até 2018 e para o Porto até 2019. Possivelmente esta tendência é quebrada primeiramente em Lisboa não só pela exuberância da valorização ter sido mais forte, pressionando mais cedo a acessibilidade de quem quisesse comprar casa na cidade, conjugado com o facto do valor/m² mediano de partida ser já mais elevado. Outro aspeto a destacar é que a valorização nos municípios mais distantes de Lisboa (> 40 km), começou a ser superior à de Lisboa e à dos municípios a outras distâncias (0-20 km e 20-40 km) sistematicamente desde 2020. No Porto, só em 2024 a valorização dos municípios mais distantes (> 40 km) é mais forte. Tal como alguma literatura já evidencia, e apesar destas nuances entre Lisboa e Porto, parece ter ocorrido um movimento de contágio às periferias nos últimos anos após o movimento de exuberância de preços no centro

das cidades.⁶ Para as valorizações serem mais fortes nos municípios mais distantes, recentemente, pode ter também contribuído um argumento não estritamente económico-financeiro: o evento de intensificação do trabalho remoto que implica menos movimentos pendulares para o centro das cidades.⁷

Por último, salientar alguns aspetos particulares dos valores medianos por metro quadrado. O valor/m² mediano da habitação em localizações acima de 40 km de Lisboa (1.764 eur) é mais elevado do que os municípios que distam do Porto até apenas 20 km (1.691 eur). Também, a diferença de valor entre as habitações em Lisboa e os municípios a mais de 40 km é superior a 2.000 eur/m² (2.027 eur) enquanto para o Porto este valor cifra-se em «apenas» 1.464 eur. No entanto, o valor/m² no Porto é 2,3x superior ao das localizações > 40 km enquanto em Lisboa esta proporção é inferior, 2,1x. Isto acontecerá porque o evento de maior valorização nas localizações > 40 km deu-se primeiro e de forma mais consistente em Lisboa.

Tiago Bejeiro Correia e Tiago Miguel Pereira

Avaliações bancárias na AM Lisboa

Variação anual da mediana eur/m² (%)



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

Avaliações bancárias na AM Porto

Variação anual da mediana eur/m² (%)



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

Avaliações bancárias na AM Lisboa (2024)

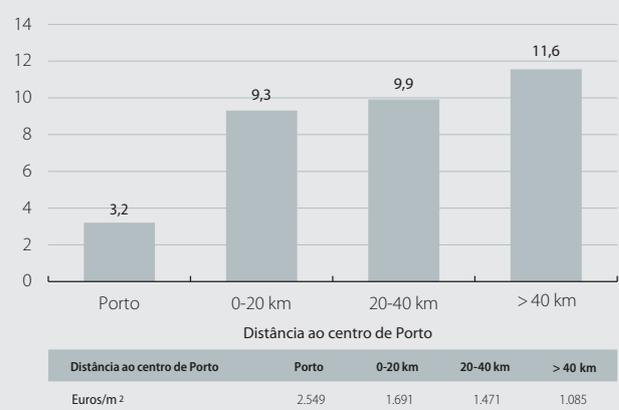
Variação anual da mediana eur/m² (%)



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

Avaliações bancárias na AM Porto (2024)

Variação anual da mediana eur/m² (%)



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

6. Ver o artigo «Exuberance and contagion in the Portuguese housing market: a perspective on disaggregate local residential prices» por René Huget, Rita F. Lourenço e Paulo M. M. Rodrigues que integra o estudo «The real estate market in Portugal – prices, rents, tourism and accessibility» da Fundação Francisco Manuel dos Santos.

7. O fim da possibilidade de obtenção de visto *gold* através da compra de imóveis a partir de 2023 e antes disso (em 2022) as restrições já existentes para esta finalidade em imóveis nas grandes cidades podem ter tido também influência.

Redução da sazonalidade no turismo português: algumas evidências

O setor do turismo nacional tem registado um crescimento notável nas últimas décadas. Em paralelo, assistimos a um processo de redução da sazonalidade cada vez mais marcado, ou seja, com maior dispersão dos fluxos turísticos fora dos meses historicamente mais fortes para o setor – julho e agosto.¹ Neste artigo, pretendemos caracterizar este movimento de diminuição da sazonalidade em diversas dimensões.

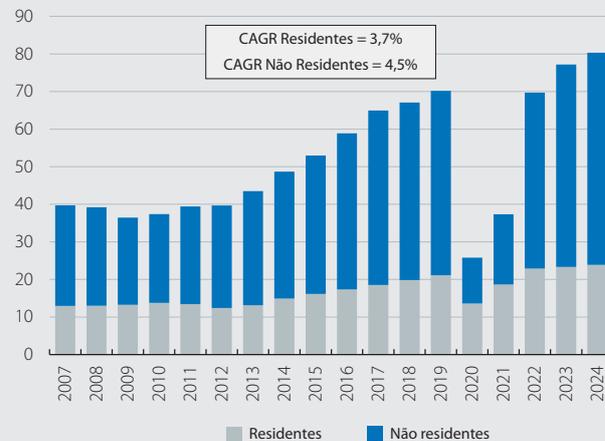
Como afirmámos no primeiro parágrafo, o crescimento do setor turístico tem sido francamente excecional. Senão vejamos, em 2007² o país registou 39,7 milhões de dormidas, valor que ascendeu a mais de 80 milhões em 2024 e que foi potenciado pelo crescimento mais forte dos hóspedes estrangeiros. O primeiro sinal que indica uma diminuição da sazonalidade neste horizonte temporal está relacionado com o crescimento absoluto de dormidas face a 2007 na época alta e no restante do ano, que foi de 90% e 106%, respetivamente. Um outro aspeto para avaliar a sazonalidade é aferir acerca do peso das dormidas na época alta no total das dormidas. É isto que mostramos no segundo gráfico, onde é claramente visível uma diminuição do peso das dormidas em julho e agosto no ano de 2024. Há assim uma tendência para um alisamento progressivo das dormidas para outros meses e que é especialmente consistente no último trimestre do ano. Temos uma visão mais clara da evolução desta tendência quando avaliamos a proporção de dormidas em época alta em cada ano deste período (terceiro gráfico). Percebe-se que no contexto da crise financeira internacional e da assistência financeira ao país («troika») o peso das dormidas em época alta aumentou. Tal deverá ser justificado pelo aumento do desemprego e redução de rendimentos, forçando os turistas a canalizar os recursos disponíveis para fazer férias apenas em um período do ano, o período de verão. Depois destes anos, a tendência de redução de sazonalidade é mais clara e gradual apesar de bruscamente interrompida no período pandémico, aqui condicionada também por fatores de mobilidade (normalmente nos meses de verão a severidade da propagação do vírus era menor bem como as restrições à mobilidade). Assim, com exceção do período pandémico, 2013 foi o ano de pico de dormidas em época alta (28,2%) e 2024 aquele em que este peso foi mais baixo.

Sazonalidade por mercado emissor e região

Com base nos dados nas dormidas, concluímos que a sazonalidade regista a sua maior descida quando comparamos

1. Para simplificação designamos neste artigo os meses de julho e agosto como sendo a «época alta».
2. Utilizamos este ano como referência para comparativo com a atualidade visto ser o mais recuado no tempo para o qual o INE nos disponibilizou dados. Além disso, é uma base de partida também anterior a períodos com efeitos que podem distorcer alguns dados do setor como a grande crise financeira, o período da «troika» ou a pandemia, por exemplo.

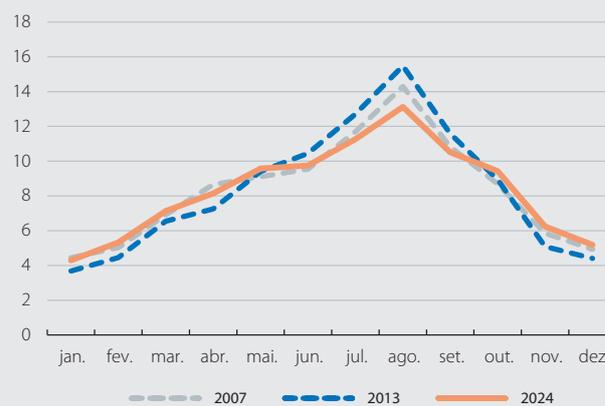
Dormidas Número (milhões)



Nota: CAGR refere-se a Compound annual growth rate.

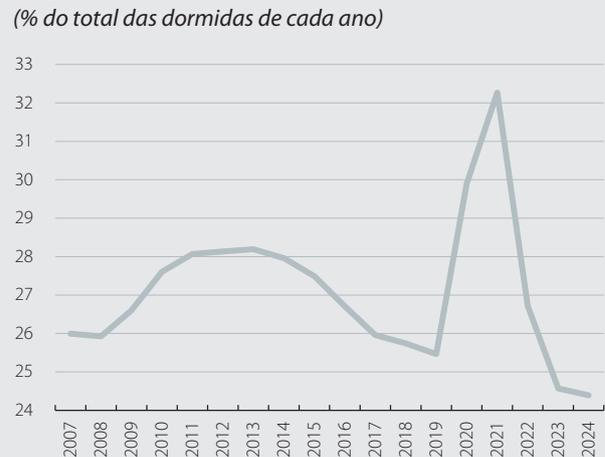
Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

Dormidas mensais (% do total de dormidas de cada ano)



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

Proporção das dormidas em julho e agosto de cada ano (% do total das dormidas de cada ano)



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

2013 e o registo anual mais recente. Mas quais serão os mercados emissores mais e menos sazonais? Que mercados emissores terão registado uma maior descida da sazonalidade? E quais são as regiões do país mais e menos sazonais?

Para responder a estas questões analisámos desta feita o número de hóspedes dos 15 principais mercados emissores³ e ilustramos no quadro as principais métricas. Primeira conclusão: o peso da época alta para os hóspedes residentes é em 2024 muito semelhante ao peso dos hóspedes estrangeiros (21,9% e 22,2%, respetivamente), embora a redução de sazonalidade dos turistas residentes (-2,2%) tenha sido inferior à registada nos não residentes (-2,8%). Ou seja, entre 2013 e 2024 a sazonalidade recuou mais nos mercados emissores estrangeiros. Verifica-se também que os dez mercados emissores com maior sazonalidade são europeus e entre os primeiros estão dois dos mais relevantes para o turismo nacional – o Espanhol (30,4% de peso da época alta) e o Francês (25,9%). Por sua vez, os turistas com origem no Brasil concentram-se apenas 17% na época alta.

Em termos de redução de sazonalidade face a 2013 o mercado polaco lidera. Nesse ano era juntamente com a Itália (32,9%) o mercado emissor com maior sazonalidade. Apesar da Itália ter sido dos mercados emissores com maior redução de sazonalidade, continua ainda assim o segundo com maior peso de turistas na época alta (29,5%). O único país que incrementou a sazonalidade foi a Suécia (muito ligeiramente, +0,8%). Os EUA, país que tem tido um grande crescimento de representatividade no nosso turismo também foi dos que menos reduziu a sazonalidade (-0,6%), pese embora esta por comparação já fosse relativamente baixa em 2013. Referir também que o conjunto de «Outros» mercados apresenta sazonalidade abaixo da média e uma redução da mesma acima da média, significando isto que a captação de turistas a mercados emissores mais pequenos pode ser uma aposta estratégica para o turismo nacional. A redução de sazonalidade deve ser um objetivo, acima de tudo porque evita sobrelotação (proporcionando uma melhor experiência ao turista e aumentando a probabilidade de retornar); e, porque normalmente também corresponde a maior dispersão geográfica, contribuindo para as economias locais fora do litoral e dos típicos destinos de praia.

Para analisar a sazonalidade por região, devido a limitação de dados, apenas foi possível comparar 2017 (e não 2013) com 2024.⁴ Ainda assim é possível constatar que a sazonalidade se reduziu em todas as regiões. O Algarve permaneceu como a região com o maior peso da época alta, mas também é a segunda região com a maior redução de sazonalidade face a 2017, ultrapassada apenas pelo Alentejo. A Madeira é a região turística com menor sazonalidade (muito equiparada com a AM Lisboa) e também das que conseguiu reduzir mais. Um clima temperado durante todo o ano e eventos fora da época alta, como os festejos do Carnaval e ano novo, podem ajudar a explicar este dado.

3. Também hóspedes residentes («Portugal») e todos os restantes (englobados na categoria «Outros»).

4. E com base nas NUT 2013.

Sazonalidade por mercado emissor

Mercado Emissor	Peso da época alta (2024)	Mercado Emissor	Variação da sazonalidade (2024 vs. 2013)
Espanha	30,4%	Polónia	-10,1%
Itália	29,5%	Países Baixos	-4,7%
França	25,9%	Bélgica	-4,4%
Bélgica	25,3%	Itália	-3,4%
Suíça	24,3%	Outros	-2,9%
Irlanda	23,7%	Canadá	-2,8%
Dinamarca	23,0%	Irlanda	-2,7%
Países Baixos	22,7%	França	-2,7%
Reino Unido	21,3%	Brasil	-2,2%
Pólonia	20,9%	Espanha	-2,2%
Canadá	19,5%	Reino Unido	-2,0%
Outros	19,3%	Alemanha	-0,8%
EUA	19,0%	Dinamarca	-0,6%
Alemanha	18,2%	EUA	-0,6%
Suécia	17,5%	Suíça	-0,1%
Brasil	17,0%	Suécia	-0,8%
Portugal	21,9%	Portugal	-2,2%

Nota: Peso da época alta refer-se à percentagem de turistas de cada mercado emissor nos meses de julho e agosto face ao total de turistas de cada mercado emissor no ano completo. A variação da sazonalidade refere-se à mudança do peso da época alta entre 2013 e 2024. **Fonte:** BPI Research, com base em dados do INE.

Sazonalidade por região (NUTS 2013)

Região	Peso da época alta (2024)	Região	Variação da sazonalidade (2024 vs. 2017)
Algarve	26,7%	Alentejo	-2,2%
RA Açores	26,6%	Algarve	-1,5%
Alentejo	23,2%	RA Madeira	-1,4%
Centro	22,5%	Centro	-1,2%
Norte	21,8%	AM Lisboa	-0,9%
AM Lisboa	19,4%	RA Açores	-0,5%
RA Madeira	19,2%	Norte	-0,3%

Nota: Peso da época alta refer-se à percentagem de turistas de cada região nos meses de julho e agosto face ao total de turistas dessa região no ano completo. A variação da sazonalidade refere-se à mudança do peso da época alta entre 2017 e 2024. **Fonte:** BPI Research, com base em dados do INE.

A questão da sazonalidade no turismo é complexa e os seus movimentos só podem ser explicados por uma multiplicidade de fatores, que exigem investigação mais detalhada. Podemos apontar como sendo suporte ao movimento de redução de sazonalidade a diversificação da oferta turística (aumento de número unidades, localização e tipologia); a dinamização de eventos (desportivos, culturais) fora da época alta; a promoção do turismo de negócios e de natureza e a própria capacidade e capilaridade das ligações aéreas. Existem também aspetos exógenos. O facto de vivermos mais tempo com mais saúde pode estimular o turismo sénior, e, as alterações climáticas também podem potenciar invernos mais amenos e procura fora da época alta. Não obstante os dados que este artigo coloca em cima da mesa, para termos conclusões mais finas e interpretar as tendências seria importante dispor de dados sociodemográficos dos hóspedes – idade, rendimentos, escolaridade, por exemplo.

Tiago Belejo Correia

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	1,9	-0,2	-0,4	-2,3	1,2	-5,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,7	-6,2	-3,9	-5,1	-5,2	-5,4	-5,2
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,0	9,7	13,1	22,2	...	14,2	...	...
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	15,2	16,0	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	9,5	7,8	6,3	...	5,8	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,6	5,5	4,3	-0,4	11,9	15,8	16,5	10,7	4,1
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,3	2,4	3,9	5,2	3,0	2,5	1,6	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,8	2,4	2,8	3,6	4,0	4,1	4,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-18,7	-14,3	-14,3	-15,5	-15,3	-16,0	-17,9
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,0	1,2	1,3	2,4	2,5	2,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,1	6,1	6,7	6,6	6,5	6,5	...
PIB	2,6	1,9	1,5	2,0	2,9	1,6	...	...	...

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	02/25	03/25	04/25
Inflação global	4,4	2,4	2,7	2,2	2,6	2,3	2,4	1,9	2,1
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,3	2,5	1,9	2,1

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	02/25	03/25	04/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,4	-3,7	0,7	2,4	...	4,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,2	-5,6	-0,8	2,2	...	3,3	...	...
Saldo corrente	1,5	6,1	4,2	5,2	6,1	...	5,6	...	...
Bens e serviços	4,0	6,7	5,7	6,1	6,7	...	6,4	...	...
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	...	8,5	...	...

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	02/25	03/25	04/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	5,6	6,0	7,5	6,5	7,1	6,5	...
À ordem	-18,5	-0,3	-8,6	-6,7	-0,3	3,5	2,5	3,5	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	24,0	20,9	15,3	9,3	11,4	9,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	4,5	29,1	26,7	29,3	40,6	29,3	...
TOTAL	-2,6	7,9	5,6	6,7	7,9	7,1	7,9	7,1	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	2,1	-0,3	1,0	2,1	3,3	3,0	3,3	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	0,1	0,3	0,1	...
Famílias - habitações	-1,4	3,2	0,1	1,4	3,2	5,1	4,5	5,1	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,7	2,5	4,0	4,7	5,1	4,8	5,1	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-5,8	-4,1	0,6	-8,0	1,0	-8,0	...
TOTAL	-1,7	2,0	-0,5	0,9	2,0	2,9	2,9	2,9	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,6	2,6	2,4	-0,2	...	...	...

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 enfrenta a tempestade da incerteza

Nos primeiros meses de 2025, a administração Trump anunciou várias vezes o aumento das tarifas sobre as importações dos seus principais parceiros comerciais, incluindo a Zona Euro. Embora algumas destas tarifas permaneçam suspensas até julho, na pendência de negociações, o vai-e-vem dos anúncios da política comercial dos EUA conduziu a um aumento sem precedentes da incerteza. A situação conduziu a uma revisão em baixa das previsões de crescimento mundial pelo FMI. A economia espanhola manteve-se, no entanto, à margem. Efetivamente, o FMI valorizou positivamente a sua menor exposição aos EUA e a boa dinâmica de crescimento até à data, o que o levou a rever em alta a sua previsão de crescimento da economia espanhola para 2,5%.

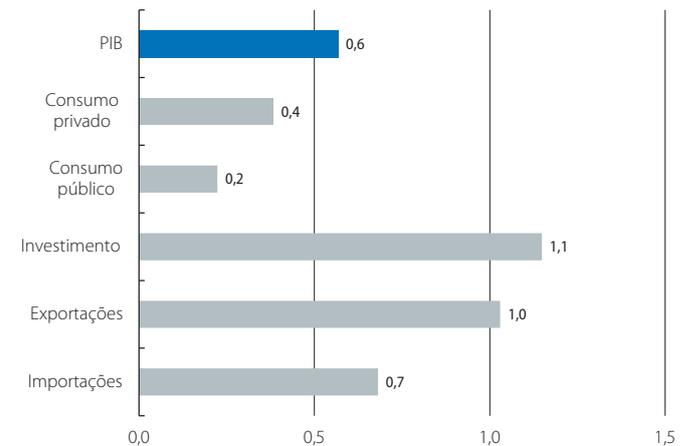
O crescimento do PIB espanhol continua a um ritmo notável.

Ao longo do 1T 2025, o PIB cresceu 0,6% em cadeia, 1 décimo de ponto percentual mais lento do que no trimestre anterior. Assim, a economia espanhola mantém-se resistente num contexto cada vez mais desfavorável. A repartição por componentes mostra um padrão de crescimento sólido, com a procura interna a contribuir com 0,4 p. p. para o crescimento trimestral do PIB e a procura externa a contribuir com 0,2 p. p., após dois trimestres de contributos negativos. Quanto à procura interna, o investimento aumentou 1,1% em cadeia, apesar do contexto de maior incerteza, enquanto o consumo privado cresceu 0,4% em cadeia. No que se refere à procura externa, as exportações cresceram mais rapidamente do que as importações, impulsionadas pelas exportações de serviços não turísticos. O valor do PIB do 1T está alinhado com as nossas previsões, que já incluíam um ligeiro abrandamento devido ao aumento da incerteza decorrente das tensões comerciais.

O fosso entre os serviços e a indústria mantém-se. Os principais indicadores de atividade continuam marcados por uma diferença entre os setores dos serviços e da indústria transformadora, que são mais afetados pelas tensões comerciais. De um lado, o índice PMI para o setor dos serviços situou-se em 54,7 pontos em abril, acima do limiar que indica crescimento no setor (50 pontos), embora um pouco abaixo dos 56,2 pontos do mês anterior. Por outro, o PMI para o setor da indústria transformadora caiu para 48,1 pontos, permanecendo abaixo do limiar dos 50 pontos pelo segundo mês consecutivo. As empresas inquiridas apontam o impacto das políticas tarifárias dos EUA como um dos fatores subjacentes à deterioração. Por último, o consumo manteve-se firme em abril, com um crescimento homólogo de 3,9%, de acordo com os dados do monitor do consumo do BPI Research. Este dado é, no entanto, ligeiramente influenciado pela Páscoa, que este ano teve lugar em abril e no ano passado em março. Não obstante, se tomarmos como referência o crescimento médio dos últimos dois meses, o crescimento situa-se em 3,6%, uma taxa de crescimento ligeiramente superior à registada no 1T.

Espanha: o PIB e as suas componentes

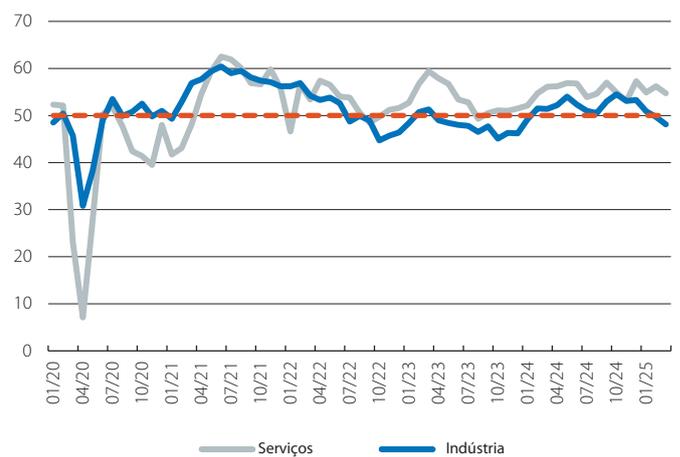
Varição em cadeia no 1T 2025 (%)



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

Espanha: PMI

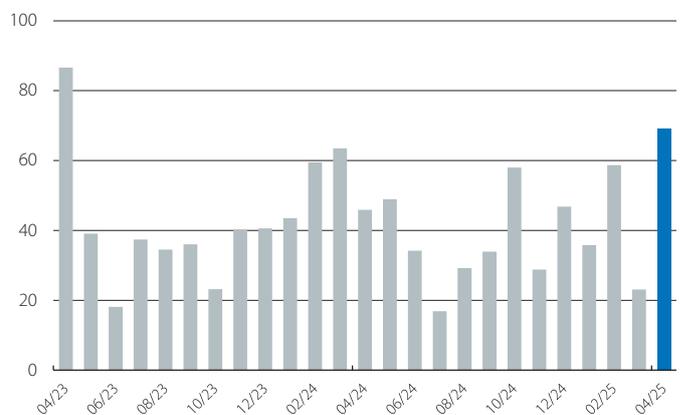
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Varição mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministerio de Inclusion, Seguridad Social y Migraciones.

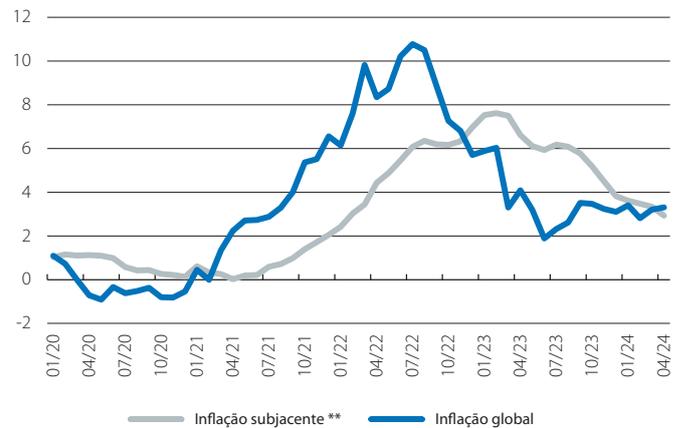
A criação de emprego está a ganhar força. Já em abril, o mercado de trabalho surpreendeu positivamente ao aumentar as inscrições na Segurança Social em 230.993 trabalhadores (1,1% na taxa mensal), um aumento superior aos 174.000 inscritos em média nos meses de abril de 2014-2019 e aos 200.000 do ano passado, apesar de a Páscoa ter ocorrido em abril deste ano. O número total de trabalhadores ascende a 21.588.639, um novo recorde, e mais 487.134 do que há um ano. A taxa de emprego temporário estabilizou em mínimos históricos: 11,8% do total de inscritos no Regime Geral eram temporários, a mesma taxa pelo terceiro mês consecutivo e menos 0,8 p. p. do que há um ano.

A inflação continua a sua tendência descendente graças à energia. A inflação global retomou em abril a sua tendência descendente, caindo 1 décima de ponto percentual para 2,2%, de acordo com o indicador avançado publicado pelo INE. Trata-se da segunda descida após a subida da inflação entre setembro e fevereiro e deveu-se principalmente à descida dos preços da eletricidade e dos combustíveis. Contudo, a inflação subjacente, que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados, registou uma recuperação de 4 décimos de p. p. para 2,4%. Este aumento poderá dever-se à Páscoa, que este ano teve lugar em abril (enquanto em 2024 foi em março), período em que se regista normalmente um aumento ocasional do preço dos serviços turísticos.

O défice comercial continuou a aumentar em fevereiro. O setor externo piorou ligeiramente, num ambiente ainda marcado pela fraqueza da Zona Euro e pela incerteza quanto à política comercial. Por conseguinte, em fevereiro, o défice comercial ascendeu a -3.959 milhões de euros, contra -2.233 milhões de euros em fevereiro do ano passado, devido às importações que aumentaram 3,5% em termos anuais, enquanto as exportações aumentaram apenas 0,4%. Estes últimos foram afetados pela recessão nos setores da energia e automóvel, especialmente em França, Alemanha, Itália e Reino Unido. O agravamento do défice comercial contrasta com o excedente das exportações de serviços de 6,7% do PIB (acumulado de 12 meses), impulsionado principalmente pelos bons dados relativos às exportações de turismo.

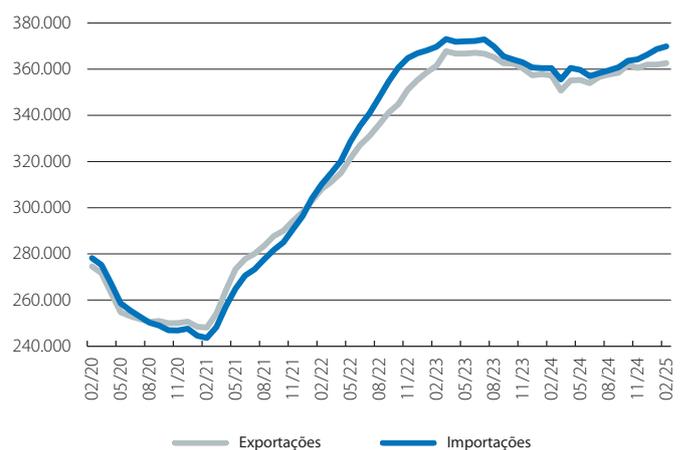
A atividade residencial em Espanha regista o melhor início de ano desde 2007. Em fevereiro, as vendas de habitação aumentaram 13,9% em termos homólogos, mais 2,9 p. p. do que em janeiro. Esta evolução reflete um aumento generalizado da atividade no setor da habitação nova e usada, que aumentou 22% e 12%, respetivamente, em termos homólogos. Nos dois primeiros meses do ano, foram fechadas 120.300 transações, o maior volume de atividade neste período desde 2007. Em termos regionais e no acumulado do ano, os maiores aumentos registaram-se nas Astúrias, La Rioja e Castela-Mancha, com crescimentos de mais de 20% em termos anuais. A Andaluzia foi o único grande mercado onde as vendas e as compras cresceram acima da média.

Espanha: inflação global e subjacente *
Variação (%)



Notas: * Os dados de abril são preliminares. ** A inflação subjacente exclui os produtos alimentares não transformados e a energia.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: comércio externo de mercadorias *
Dados cumulativos de 12 meses (milhões de euros)



Notas: * Dados nominais, séries não corrigidas de sazonalidade. Sem incluir energia.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Direção-Geral das Alfândegas.

Espanha: compra e venda de habitações
Dados acumulados de 12 meses (milhares de habitações)



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

A estabilidade financeira das empresas espanholas reforça-se

Em 2024, as empresas espanholas registaram um menor crescimento dos seus rendimentos, embora tenham conseguido continuar a melhorar a sua situação patrimonial e financeira. Isso refletiu-se na sua capacidade de financiamento, num processo de desalavancagem sustentada e no aumento dos seus ativos financeiros. Apesar desta posição favorável, do impulso do dinamismo da economia espanhola e da melhoria das condições de financiamento, o investimento empresarial manteve-se fraco ao longo do ano.

O rendimento disponível das empresas (equivalente às poupanças)¹ diminuiu pelo segundo ano consecutivo, e de forma acentuada, 6,1%, o maior recuo desde 2011, se excluirmos o ano da pandemia. Esta deterioração ocorreu num contexto de queda do lucro (excedente bruto de exploração, EBE) de 2,4% e aumento das rendas líquidas pagas pela propriedade de 11,0%, um ritmo elevado, mas muito inferior ao do ano anterior (37,6%), que se deveu, sobretudo, ao aumento do pagamento líquido de dividendos (6,9%). Em relação ao pagamento líquido de juros, estes aumentaram 16,5%, embora tenham apresentado uma tendência de desaceleração ao longo do ano, em linha com a flexibilização da política monetária. Com efeito, no 4T 2024, o pagamento de juros, antes dos serviços de intermediação financeira medidos indiretamente (SIFMI), diminuiu 3,0% em termos homólogos, em contraste com o aumento superior a 40% no primeiro semestre do ano. Enquanto isso, o pagamento de impostos praticamente estagnou (cresceu apenas 0,2%). Nesse sentido, no ano passado, a poupança das empresas situou-se em 204.936 milhões de euros, 12,9% do PIB (ver primeiro gráfico).

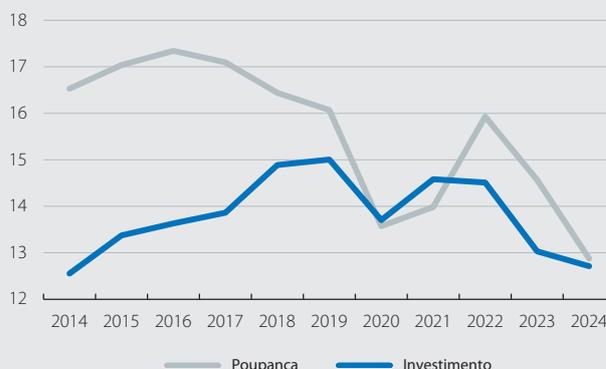
O investimento empresarial registou um crescimento de 3,6% em relação ao ano anterior, um avanço inferior ao do PIB nominal (6,2%), de modo que o investimento em termos de PIB diminuiu 0,3 pontos percentuais, para 12,7%, e permanece abaixo do período pré-pandemia (13,9% em média no período 2014-2019).² Por conseguinte, no ano passado, as empresas geraram capacidade de financiamento, concretamente 14.240 milhões de euros (0,9% do PIB). Embora esta seja a norma desde 2009, é inferior ao valor de 2,0 % do PIB para 2023 ou à média de 3,2 % para 2014-2019.

1. Valor acrescentado bruto das empresas, líquido das remunerações dos trabalhadores, dos pagamentos de impostos e do saldo do rendimento líquido, que inclui juros e dividendos distribuídos.

2. O crescimento em 2024, em termos reais (utilizando o deflator do investimento em bens de equipamento), foi de 2,3%, muito abaixo do pico registado em 2019 (-11,7%). O investimento das empresas revela uma fraqueza maior do que seria de esperar num contexto de diminuição do custo da dívida, resultante da descida das taxas de juro, e de uma melhoria da sua situação patrimonial; existem outros obstáculos ao investimento, nomeadamente a incerteza, a externalização dos processos de produção e a regulamentação das empresas. Ver Banco de Espanha (2025), «Relatório da situação financeira dos agregados familiares e das empresas», 2.º semestre de 2024, e «A debilidade do investimento empresarial em Espanha após a pandemia: uma análise baseada no EBAE», Boletim Económico 2025/1T.

Espanha: poupança e investimento das sociedades não financeiras

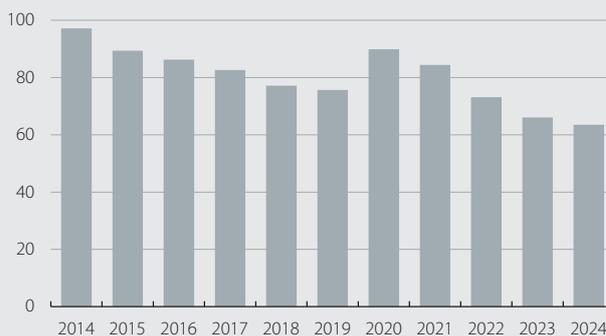
(% do PIB)



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

Espanha: dívida consolidada das sociedades não financeiras

(% do PIB)

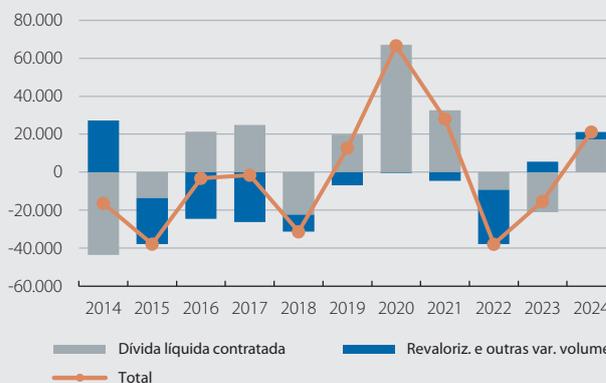


Nota: Dívida materializada em valores representativos de dívida e em empréstimos, excluindo a dívida perante outras empresas.

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

Espanha: variação da dívida consolidada das sociedades não financeiras

(Milhões de euros)



Nota: Dívida sob a forma de empréstimos e valores representativos de dívida, com exceção da dívida para com outras empresas.

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

Esta capacidade de financiamento gerada pelo setor empresarial no ano passado foi utilizada para a aquisição de ativos financeiros, para os quais também aumentou o seu endividamento (em termos de volume): numa altura em que as taxas de juro começaram a descer, as empresas voltaram a poder contrair empréstimos. Deste modo, a dívida consolidada (sem dívida entre empresas) aumentou em 2024, pela primeira vez em três anos, 21.190 milhões de euros (1,2%), para um total de 1,01 biliões. Contudo, como o PIB nominal cresceu mais fortemente, a desalavancagem das empresas (ver segundo gráfico), entendida como uma redução do rácio dívida/PIB, continuou no ano passado: o rácio caiu 2,5 pontos para 63,5%, o valor mais baixo desde 2001, muito abaixo do pico atingido em 2009 (119,0%) e inferior ao da Zona Euro no seu conjunto (67,3%). Se considerarmos a dívida total não consolidada, esta ultrapassou ligeiramente os 1,32 biliões de euros, o que representa 83,2% do PIB, também muito abaixo da Zona Euro (105,6%).

O aumento do saldo da dívida (os 21.190 milhões de euros acima referidos) corresponde a uma contratação líquida de dívida de 17.314 milhões de euros (o restante são reavaliações e outras variações de volume), maioritariamente em rendimentos fixos (13.401 milhões), enquanto a contratação líquida de empréstimos foi também positiva, mas ligeiramente inferior (3.913 milhões). Em todo o caso, os empréstimos bancários – contraídos junto das instituições financeiras monetárias (IFM) – continuam a desempenhar um papel menos importante no financiamento das empresas: enquanto que entre 2014 e 2019 representavam, em média, quase metade do total da dívida consolidada, em 2024 essa percentagem situava-se nos 44,5% (ver quarto gráfico). Em contrapartida, os empréstimos concedidos por não residentes e, sobretudo, a emissão de rendimentos fixos ganharam importância.

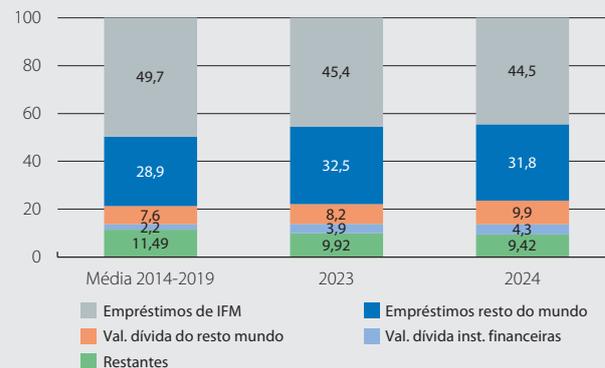
Quanto aos ativos financeiros das empresas, aumentaram fortemente no ano passado, em 174.665 milhões de euros (5,7%), para um total de 3,25 biliões de euros (ver quinto gráfico): trata-se de um aumento que ultrapassa largamente o valor previsto para 2023 (126.233 milhões) e a média de 2014-2019 (99.958 milhões). Este aumento do saldo de ativos deveu-se tanto à reavaliação de ativos (94.296 milhões), especialmente ações e fundos de investimento (FI), em virtude do bom desempenho dos principais índices bolsistas, como às aquisições líquidas de ativos (82.944 milhões). Estes investimentos financeiros das empresas centraram-se em créditos comerciais, numerário e depósitos e ações e FI; em vez disso, desinvestiu ligeiramente em títulos de rendimento fixo.

Relativamente à estrutura da riqueza financeira das empresas, esta continua a ser dominada pelas participações no capital de outras empresas e FI, com 54,7% do total, um peso ligeiramente superior à média de 2014-2019 (54,4%). O numerário e os depósitos também estão a ganhar peso, enquanto os empréstimos e outros ativos, como os créditos comerciais, estão a perder peso.

Em resumo, as Sociedades não financeiras enfrentam um contexto marcado por uma incerteza crescente e riscos ascendentes num cenário com uma posição financeira sólida.

Espanha: estrutura da dívida consolidada das sociedades não financeiras

(% sobre o total)

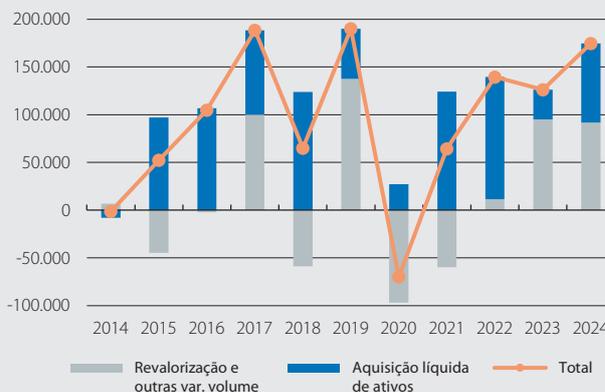


Nota: Excluindo a dívida para com outras empresas.

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

Espanha: variação dos ativos financeiros das empresas não financeiras

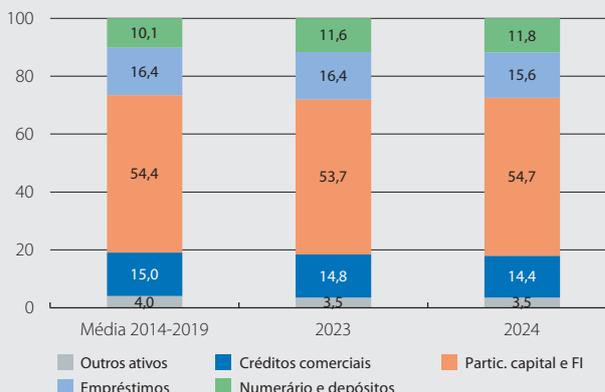
(Milhões de euros)



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

Espanha: estrutura do património financeiro das empresas não financeiras

(% sobre o total)



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

da. Esta força, aliada a uma inflação em baixa, a condições de financiamento que se manterão favoráveis e ao impulso dos fundos do NGEU, deverá funcionar como alavanca para um desempenho mais vigoroso do investimento.

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	02/25	03/25	04/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	0,0	-0,2	1,2	...	-1,9	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,6	-2,9	-6,0	-5,4	-6,2	-5,5	-4,2
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	52,8	51,5	53,6	50,0	49,7	49,5	48,1
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	4,6	10,2	16,7	...	14,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	10,0	-10,0	-1,2	10,0	...	11,9	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	7,8	8,2	11,3	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	14,2	12,3	10,1	8,1	9,2	8,1	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	56,6	55,2	55,1	55,3	56,2	54,7	53,4
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	0,5	2,6	2,8	3,2	3,6	3,6	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	8,5	1,7	14,4	14,0	10,5	23,2	7,1
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-19,2	...	-14,5	-13,7	...	...	...	...	...
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,0	1,8	2,2	2,4	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	11,3	11,2	10,6	11,4	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	2,3
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	3,3	2,8	...	...	...

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	02/25	03/25	04/25
Inflação global	3,5	2,8	3,5	2,2	2,4	2,7	3,0	2,3	2,2
Inflação subjacente	6,0	2,9	3,0	2,6	2,5	2,2	2,2	2,0	2,4

Setor externo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-4,9	-1,8	0,2	...	0,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-7,1	-3,1	0,1	...	1,4	...	...
Saldo corrente	39,8	48,1	45,1	48,3	48,1	...	44,6	...	...
Bens e serviços	58,8	68,1	65,2	68,3	68,1	...	64,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-19,1	-20,0	-20,2	-20,0	-20,0	...	-20,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	56,0	66,6	61,2	65,7	66,6	...	63,0	...	...

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	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	02/25	03/25	04/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	5,2	4,3	5,1	4,5	5,3	4,5	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	-1,9	-1,6	2,0	3,1	3,6	3,1	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	68,0	47,5	23,5	12,3	14,4	12,3	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	-4,1	14,8	23,1	24,2	24,6	24,2	...
TOTAL	0,3	6,3	4,5	5,1	6,3	5,8	6,6	5,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	-1,3	-0,3	0,7	1,7	1,5	1,7	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	-1,8	-0,6	0,4	1,5	1,3	1,5	...
Famílias - habitações	-3,2	0,3	-1,5	-0,7	0,3	1,4	1,1	1,4	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	0,7	1,2	2,3	3,1	3,0	3,1	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-2,7	-5,4	-2,6	-0,2	0,0	-0,2	...
TOTAL	-3,4	0,5	-1,4	-0,7	0,5	1,6	1,4	1,6	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	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.cegeglobal.com

